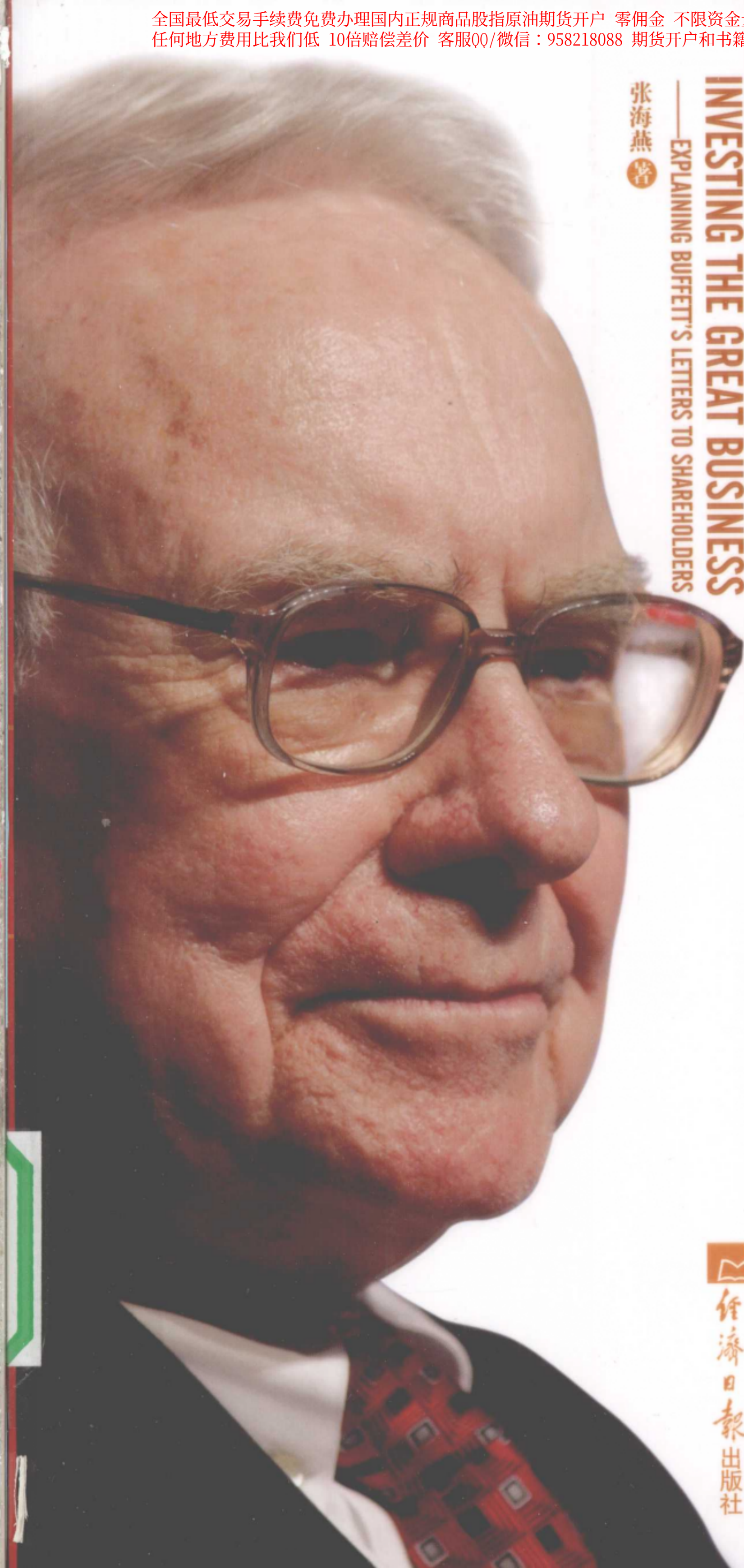
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资伟大的企业

——解读巴菲特致股东的信

INVESTING THE GREAT BUSINESS

——EXPLAINING BUFFETT'S LETTERS TO SHAREHOLDERS

张海燕 著

经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

NVESTING THE GREAT BUSINESS

—EXPLAINING BUFFETT'S LETTERS TO SHAREHOLDERS

投资伟大的企业

——解读巴菲特致股东的信

张海燕 著

经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资伟大的企业：解读巴菲特致股东的信/张海燕著．—北京：经济日报出版社，2010.1

ISBN 978-7-80257-108-2

Ⅰ.①投… Ⅱ.①张… Ⅲ.①股票-证券投资-基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第232516号

本书图片由东方IC提供

投资伟大的企业：解读巴菲特致股东的信

作　　者	张海燕
责任编辑	程　鹃
责任校对	韩会凡　徐建华
出版发行	经济日报出版社
地　　址	北京市宣武区右安门内大街65号（邮政编码：100054）
电　　话	010-63568136　63567690（编辑部）　63567683（发行部）
网　　址	www.edpbook.com
E-mail	jjrb58@sina.com
经　　销	全国新华书店
印　　刷	北京山润国际印务有限公司
开　　本	710×1000mm　1/16
印　　张	15.75
字　　数	220千字
版　　次	2010年1月第一版
印　　次	2010年1月第一次印刷
书　　号	ISBN 978-7-80257-108-2
定　　价	33.00元

版权所有　盗版必究　　印装有误　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CONTENTS　　目　录

第一章　让短视走开　1

一、投资的正道和真理　3

二、投资当学巴菲特　5

三、股东信是朝圣“奥马哈先知”的天梯　10

四、让短视走开，用巴菲特的思维方式做投资　13

第二章　投资伟大的企业　21

一、思考股票投资的本质　23

二、股票价格上下波动的实质　24

三、确保在投资的“盲棋比赛”中长期胜出　27

四、抓“纲”投资　37

第三章　站在巨人的肩膀上建立起巴菲特的投资体系　43

一、善于阅读和思考是巴菲特成功的前提　45

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、两位老师格雷厄姆和费雪对巴菲特的影响 48

三、“雪茄烟蒂型投资”的缺陷及巴菲特的醒悟 57

四、“经济特许权理论”的形成 67

五、经济城堡和护城河理论的形成 75

六、投资“护城河不断变宽”的企业 79

七、巴菲特对老师的取长补短及形成的独特投资体系示意图 89

第四章　投资精髓的“三个面向” 91

一、巴菲特投资法的精髓 93

二、面向优质商业属性 95

三、面向“商道逻辑” 109

四、面向“股东价值” 117

第五章　伟大企业的生意特征 123

一、巴菲特对伟大企业的衡量标准 126

二、伟大企业的生意特征和赢利模式 132

三、有比较才有鉴别——巴菲特对伟大企业、良好企业和糟糕企业的定义 152

四、伟大企业的最佳生意模型——律师的赢利模式与维持成本 159

第六章　伟大企业的价值及其创造 163

一、准确把握不同的企业价值概念内涵 165

二、企业的六种经济价值 172

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、股东的实质内在价值——企业真正的投资价值 182
四、看好你的钱袋子，关注股东价值 191

第七章 好价格的安全边际 193

一、投资的基石——安全边际 195
二、巴菲特升华了安全边际内涵 198
三、在思考企业价值和价格差异的基础上把握安全边际 205
四、有助于我们理解“安全边际”的几个要点 209

第八章 投资与经营的交叉思维 213

一、思考价值投资的生产力 215
二、财富创造方式——企业家和投资家的不同和相同 223
三、优秀投资者是企业家思维与投资家思维的交叉 230
四、“巴菲特价值投资法”十大要点的思考性总结 231
五、每天踩着踢踏舞步做投资 236

后记：读“懂”巴菲特 241

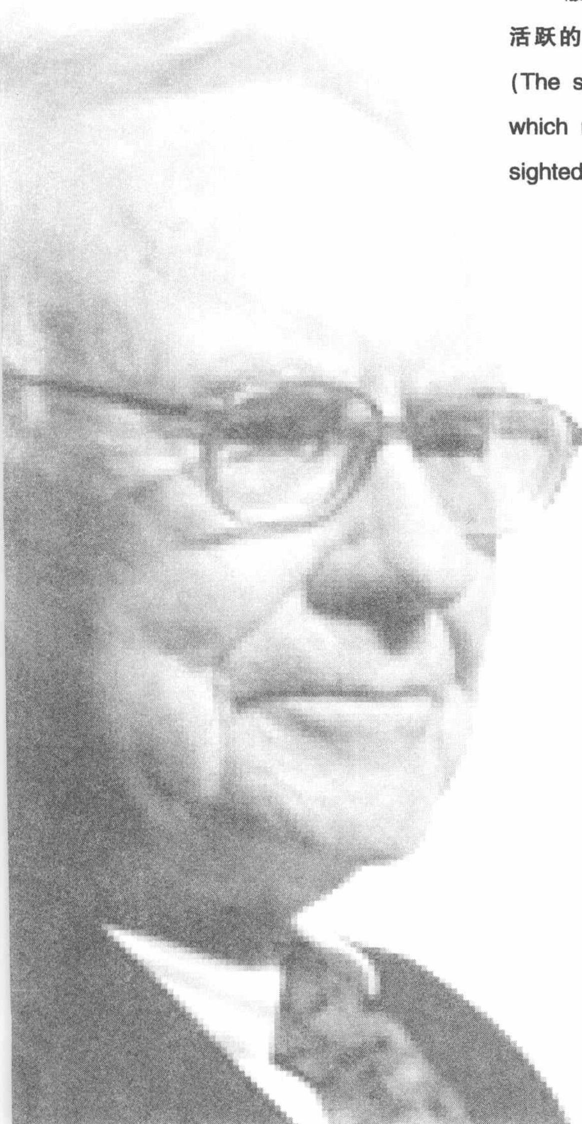
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　让短视走开

THE 1ST CHAPTER：Keep the Short–sight Away

股票市场就像一个再分配中心，钱在这里从交易活跃的投资人那里流到目光远大的耐心投资人手中。(The stock market serves as a relocation center at which money is moved from the active to the far–sighted patient.)

——摘自巴菲特 1991 年致股东的信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、投资的正道和真理

1. 是现代人就回避不了投资

说起投资，其实质是拿今天的本钱投到企业去博取未来的更多财富，这是一种典型的经济价值游戏。

应如何看待投资？让我们先看一下被公认为世界股神的巴菲特持一个怎样的观点吧：

> “未来10年，证券的投资回报率肯定要高于现金，也许会高出很多。那些手持现金的投资者还在等待好消息，但他们忘了冰球明星韦恩·格雷茨基（Wayne Gretzky）的忠告：‘我总是滑向冰球运动的方向，而不是等冰球到位再追’。”（摘自巴菲特《我正在买入》，载2008.10.17《纽约时报》）

股神用精炼的语言明确表达了两层意思：一是投资的价值高于现金；二是借冰球明星的名言来暗喻投资成功的关键是：占得先机。

但若要成为一个能够占得先机的真正成功的投资者，首先需要我们思考清楚和想明白的是，投资的正道和真理是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 投资成功的两种可能途径

总结起来，资本市场的前辈精英们无外乎告诉了我们两种投资成功的可能途径，一种是交易（trading），另一种就是投资（investing）。交易方法的提倡者会说交易是投资的正道，他们鼓励投资者做交易，去博取短期交易差价的收益；他们教人们看图形、听消息、看软件、跟庄等，代表人物包括江恩、李佛莫、艾略特等，也包括我们非常熟悉的德隆系，其本质更接近于人们通常所讲的“炒股”。投资方法的提倡者当然说投资方法是投资的正途，他们鼓励投资者注重企业的经营价值和长期竞争力优势，他们教人们如何识别好企业和差企业的方法，以及如何鉴别企业内在价值和市场价格的区别和差异的方法等等，其实质接近于投资的本质属性，代表人物是股神巴菲特，他是全世界唯一一个仅仅凭助投资手段就荣登世界首富宝座的人。

3. 投资的正道不是交易而是投资

以历史为鉴可以知兴衰，以事理为鉴可以知对错。如果我们依靠投资活动进行创富的话，那么我们可以赖以成功的投资的正道和真理到底是什么呢？

按我自己的理解，投资的本质实际是一种以向企业投入本钱为前提换取企业经营回报收益的商业经济游戏。既然投资是一种商业经济游戏，那么，投资的正道和真理一定是源于一种最符合经济原理和商业运行逻辑的东西。

在岁月的长河中，以交易差价为主的投资者没听说有几个成功者，到最后都没有太好的结果，究其原因，以交易为主的投资方法一般是典型的零和游戏。就像是一种赌博，从短期来看，都有赚钱的可能，但长期而言，最后必定输光落败；倒是以投资方法为主的股神巴菲特，通过伟大企业在经营上的长期竞争优势，随企业的不断发展壮大赢利，更符合经济原理和商业逻辑，越来越显示出他的价值投资方法的可靠和魅力，成为全世界投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者运用投资方法的航标灯和北斗星。所以股神巴菲特告诫我们说：

“投资人最应该做的是思考企业真正的长期远景，而不是短期的股价表现。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

投资就这两条路可走，我们到底应该选哪条呢？

二、投资当学巴菲特

1. 巴菲特是当今最伟大的投资家

在有记录可考证的投资成就中，当今世界被长期证明的无与伦比的最伟大投资家非巴菲特莫属。据《2009年巴菲特致股东的信》中信息披露，他在1965～2008年长达40多年的投资生涯中，以高达3623.19倍的投资增值速度傲视群雄，而同期代表美国总体经济水平的“标准普尔500指数”的增值不过42.76倍，远远战胜了市场，无愧于股神称号。（数据摘自《2009年巴菲特致股东的信》）

让我们想象一下3623.19倍的投资增值速度是个什么概念，就是说你在1965年投资了10000元，到2008年年底已经成为3623.19万元，典型的几千万大富翁了，多令人羡慕和景仰啊！

2. 巴菲特的投资成就“是一种极致的结果”

评价巴菲特的投资成就，最有资格的当属巴菲特的老搭档——巴菲特旗舰企业波克希尔·哈斯维公司的副董事长查理·芒格。每年的股东大会，很多投资者都是参加完波克希尔的股东会后再去参加由芒格做董事长的子公司威斯科（Wesco）的股东大会，聆听芒格的教诲。在2007年威斯科股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



东大会上，一个投资者对巴菲特的成功意犹未尽，他对芒格提出了这样的问题："为什么沃伦·巴菲特和他所创造的波克希尔·哈斯维是如此非同寻常的成功?"芒格的回答非常言简意赅：

"为什么一个人从少量资产开始，且没有信用评级，却完成了这种奇异的资产积累：价值一千两百亿美元的现金和有价证券。而这一结果开始于当沃伦接手经营时仅一千万美元的资产和大约同样数量的流通股。这的确是投资成就达到一种极致的结果……"（摘自威斯科2007年股东大会记录 Whitney Tilson's 2007 Wesco Annual Meeting Notes，May 9，2007）

按芒格的评价，巴菲特从1000万美元的资产和股票起步，到2006年年底的资产价值则达到1200亿美元，称这种资产增值是"奇异的资产积累""一种极致的投资结果……"从资产增值的速度看，这的确是令普通投资者景仰的成就，这种评价适得其实，并不过分。

3. 巴菲特"伟大的投资意识主导了波克希尔的成功"

但"为什么巴菲特能取得如此成功"呢？芒格接着这样回答：

"波克希尔至今的经营成就主要是来自于一个人的意识（头脑）主导。当然，其他人也做出了一定贡献，但波克希尔的成功极大地反映出一个伟大的意识（头脑）所能做出的贡献。在投资行业想通过委员会的决定来取得巨大成功是很困难的，许多人都忽略了这一点。这不是我们通常的生活方式：在民主社会中，人们轮流做出决定。但是，如果你真的想实现投资方面明智的行为，那么最好还是将作出决定以及具体实施都集中于一个人。"（摘自威斯科2007年股东大会记录 Whitney Tilson's 2007 Wesco Annual Meeting Notes，May 9，2007）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

芒格的观点很明确，波克希尔的成功全凭一个人（巴菲特）的伟大意识主导，在投资领域决不能采取民主投票的委员会的方式决策。所以投资很适合每一个人，是一个“很个人”的事情，但需要你客观理智，专注却不能偏执，明智独立地做决定而不能随大流。

4. 用正确的思想统领投资

正确的思想是一种洞察天下万物、气吞万里如虎，由自然王国走向必然王国的大气势、大气魄，任何事情的成功都离不开正确思想的指导。

让我们先想一想企业管理的例子吧，比尔·盖茨在微软鼎盛时期却选择卸去首席执行官的日常管理事务，转而去为将来的发展作更多的思考。因此，引领微软未来更大成功的不是比尔·盖茨的软件编写能力，而是他高瞻远瞩的思想。反观中国的某些企业，它们的破产更多是因为企业领导人的目光短浅、思想狭隘。因此，企业经营的最终胜负是总裁们的思想较量，产品质量、技术水平、管理能力等虽然重要，但并不是企业成败的关键所在。

具体到投资的问题，正确思想的指导就更重要了。巴菲特的成功源于他的符合经济原理和商业运营逻辑的伟大投资思想和完善的投资体系。新的经济时代必须具备新的投资思想，我们必须清楚地认识到，新时代的投资者只有站在时代的前沿，并且具备投资家和企业家的双重战略眼光，才能看清未来的投资机会所在。像巴菲特这样有着完整投资思想体系的投资家，对于企业乃至行业的发展以及人类经济社会的发展都有一种巨大的引领推动作用。他们不是那些有着赌博心理的冒险家，他们既是投资者，也是经营者，更是引领者，他们虽不参与企业具体的经营管理，但他们的思想引导着企业的发展方向。

这就是思想的力量，投资最终比的是思想，比的是指导思想的正确与否。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



5. K 线图技术分析投资法的必败命运

我们应该想清楚股价 K 线图的本质，它实际是股票价格以前的历史走势图线，而 K 线图的技术分析投资法的实质则是依赖股票价格以前的历史走势来判断股票价格的未来走势的一种分析方法。我们首先需要明确的是，投资通俗地讲是一种期望未来价格高于目前价格从而可以获得差价收益的经济游戏，但问题是，股票未来的价格走高主要依赖于什么，是依赖于过去历史的价格走势呢，还是依赖于企业未来的经营好转？显然，前者不可靠，后者更真实。

所以，巴菲特讥讽 K 线图的技术分析投资法好似看“后视镜”向前开车：

“技术指标走势就像是小鸡走路的痕迹和图表巫术，这些东西有用的次数不比误导你的次数多”。（摘自 1972 年巴菲特演讲录）

1987 年，在哥伦比亚大学举办的庆祝格雷厄姆《证券分析》出版 50 周年纪念大会上，巴菲特发表了《格雷厄姆和多德都市的超级投资者》的著名演讲，其中专门提到对 K 线技术分析的看法：

“面对技术分析师所研究的价量行为，我始终感觉惊讶。你是否会仅仅因为某家公司的市场价格在本周或前一周大涨，便决定购买该股票呢？在目前的电脑时代，人们之所以大量研究价格与成交量的行为，是想展现他们的数学技巧，不用这些已拥有的技巧便会带来罪恶感，即使这些技巧的运用没有任何功用，或只会带来负面功用也在所不惜。就如同一位朋友所说，对一位手拿铁锤的人来说，每一样事情看起来都像是个钉子。”（摘自巴菲特 1987 年《格雷厄姆和多德都市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的超级投资者》的演讲）

显然，巴菲特把那些研究价格与成交量行为的K线技术分析师归类为卖弄数学技巧的心理依赖障碍者，并下结论说这些技巧的运用没有任何功用，或只会带来负面功用。

从表面上看，用K线技术分析理论武装起来的投资者，似乎比毫无章法的投资者是有优势，但事实上，以市场价格波动趋势为主要操作依据的买卖行为，其投资行为本质上是“投机”。设想市场上有多个投机者，投机者A，长期试图判断其他投机者B、C、D的动向，而B、C、D反过来也做着同样的判断，这种价格博弈行为必然导致在背叛与合作之间出现艰难选择的“囚徒困境”，从而在不自觉中形成难以摆脱相互欺诈的“投机陷阱”。因此，K线图的技术分析投资法长久来看，在实践中最终脱离不了必败的命运。正如格雷厄姆在《证券分析》中对这种现象作出的恰如其分的分析推论：

“人们不可能对处在人类自身控制之下的经济事件作出科学预测。这种预测的可靠性将使人们采取相应的行动，而这种行动反过来会推翻当初的预测……由于这一点，我们就可以推论，不存在曾长期不断获得成功并广为人知的图表分析方法。如果有的话，它很快就会被无数人所采用。也正是这种追随最终将葬送其功能。”（摘自格雷厄姆1934年《证券分析》）

这可是投资大师巴菲特的老师所下的结论，容不得我们不听。利用价格的波动来博弈投资的收益就像希腊神话中海上女妖塞壬那撩人的歌声一样，虽然动听但却是在诱惑你跌进旋涡陷阱。你若想成为成功的投资者，就必须克服K线图的技术分析投资法所带来的“心魔”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6. 投资当学巴菲特

既然巴菲特能取得如此难以望其项背的投资成就，那么我要说，作为一个普通投资者，如果我要学习投资，想在投资方面取得成功，不学习巴菲特，还要学习谁呢？正如芒格在回答投资者的提问“你怎样能以最好的方式得到你想要的”的问题时的答案：

> *“在把握对应付出努力的方向后再付出应有的努力，并实现你所希望的东西！除此之外还会是其他更好的方法吗？”（摘自威斯科 2007 年股东大会记录 Whitney Tilson's 2007 Wesco Annual Meeting Notes，May 9，2007）*

所以，对投资来说，正确的方向比艰苦的努力更重要，你需要把持好你努力的方向，这是决定你投资最终成败的关键。

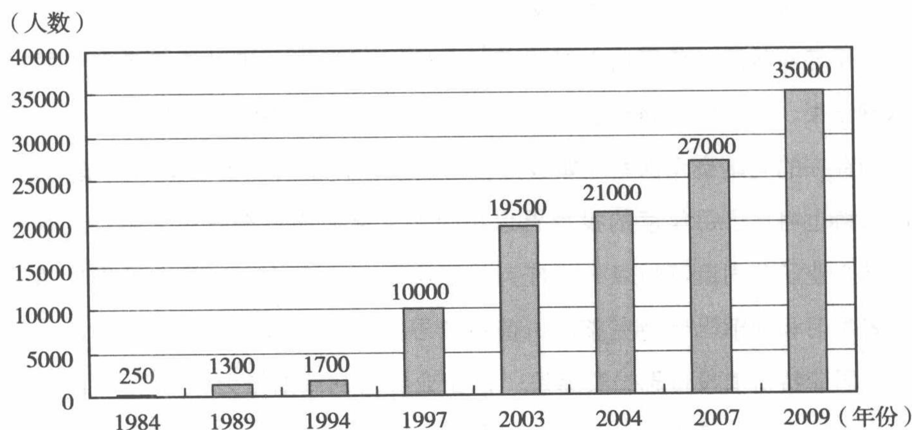
三、股东信是朝圣“奥马哈先知”的天梯

1. 每年波克希尔股东大会“朝圣”者的盛况

巴菲特每年都将自己当年的投资思考和操作思路以及波克希尔公司价值的进展变化情况以股东信的形式原原本本地详细报告给自己的股东们，因而多年后便形成了自己独特的以企业内在实质价值（intrinsic value）为主要参照系的伟大投资思想体系，成为全世界投资者理解学习其伟大投资思想体系的第一手资料，并为全世界投资者所敬仰，因其居住于美国西部小镇奥马哈，因而获得了“奥马哈先知（Oracle of Omaha）”的美誉。有的股东只读股东信还觉不过瘾，每年 5 月份借巴菲特召开股东大会的机会去奥马哈“朝圣”，并且人数逐年增多。为得到参加波克希尔股东大会的股东的确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切数字，我专门抽出时间查阅了巴菲特致股东信中披露的准确数字，而不是媒体发布的估计数（2009 年除外）。



1984～2009 年参加巴菲特股东大会的股东人数统计图

由此可见，随着巴菲特影响的日益扩大，自 1997 年开始参加波克希尔股东大会的人数便达上万人，2004 年超过 20000 人，2009 年超过 30000 人，随着时间的推移，“朝圣”巴菲特的人越来越多。

另外，“朝圣”巴菲特的热度从拍卖“与巴菲特共进午餐”的价码也可以反映出来。2004 年前与巴菲特共进午餐的拍卖价仅需几万美元，2006 年中国的段永平开创了一个 65 万美元的天价午餐，大大高于原来的午餐价码。到 2008 年，有“中国私募教父”之称的赵丹阳竟然拍出了 211 万美元的更高天价午餐，连巴菲特本人都感到咋舌。

巴菲特在价值投资者心目中的“圣人”位置之高由此可见一斑。

2. 巴菲特股东信的特点和魅力

巴菲特不愧是全世界价值投资者的旗帜和集大成者，但巴菲特本人并未写书系统描写自己的投资体系，市面上有关巴菲特投资理念的图书都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由他人代笔。巴菲特自己原汁原味的伟大投资思想主要散见于他自己亲笔撰写的自1956年到2008年长达40多年的年度致股东信，偶尔发表的短文章和采访录，以及亲口发表的演讲中。

巴菲特致股东信表面上是巴菲特向股东们报告一年度波克希尔公司的运营结果，一般他会将波克希尔各个子公司在一年中的运营结果，管理思想和存在的问题毫无保留地如数报告给股东们，但对投资者更有价值的是，巴菲特也将自己每年度的投资思想和闪光点穿插描写在股东信中。这种将自己企业子公司运营特点升华成为投资思想闪光点的写法为全世界价值投资者学习和理解巴菲特完整的价值投资思想体系提供了难得的素材，也反映了巴菲特价值投资思想实际是“以企业经营利润前景为核心”，“以企业商业属性，赢利模式和商业逻辑为分析线索”，继之“以企业经营利润成果及其前景来判断企业投资价值为投资指导思想和投资哲学”，并突出“伟大企业”的长期竞争力优势所带来的“经济价值创造”主题。

3. 阅读股东信的局限和困难

巴菲特股东信所涉猎的价值投资方法和理念广泛而全面，但散布于各年度的股东信中，普通投资者欲得其要领，需要花费很多时间进行前后贯通，难度较大。

由于股东信是巴菲特向波克希尔股东汇报一年度各个子公司运营结果的年度报告，所以一般投资者读股东信时会感到难以理解，似懂非懂，不愿意再读下去，但巴菲特的伟大投资思想确实又散布于股东信中，因此，需要对巴菲特亲自表达但散见于股东信和演讲中的原汁原味的伟大投资思想进行归纳、整理、总结，让人们花很少的时间就能得到巴菲特伟大投资思想的真传。本书的撰写也正是基于这一目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、让短视走开，用巴菲特的思维方式做投资

按巴菲特的思维方式来进行股票投资，尤其是对伟大企业股票的投资是积极性的财富创造型的理财方式。

1. 现金是贬值资产，存钱不如投资

在世界民族之林里，中华民族有着吃苦耐劳、勤劳致富的光荣传统，在骨髓里浸渗着攒钱和存钱以备后需的基因，这在货币价值稳定的环境里并没有什么不好，反而应该是一种优秀的品质。但如果把这种存钱的传统放在当今全球性通货膨胀的经济环境中来评判，通货膨胀将把你已有的财富慢慢消弥于无形之中。

这一点很好理解，我们回顾一下30年前的情况：那时猪肉8角钱一斤，现在是8元钱，甚至是8元钱的一倍16元钱，物价上涨了近20倍；就说寄一封平信吧（虽然寄信的机会越来越少，但可以做对比），曾经只要贴8分钱的邮票，现在再寄一封平信，8角钱只够寄一页纸，一般都需要贴1元6角钱的邮票。如果将30年前的现金一直存到现在，确实值不了几个钱。所以巴菲特发表文章公开表示现金是贬值资产：

> “今天，拥有现金或现金等价物的人可能感觉良好，但他们可能过于乐观了，因为他们选择了一项可怕的长期资产（terrible long-term asset），没有任何回报且肯定会贬值。其实，美国政府的救市政策很可能导致通货膨胀，并加速现金贬值。”（摘自巴菲特《我正在买入》，载2008年10月17日《纽约时报》）

由此我们不难明白，在通货膨胀的经济环境中现金是贬值的，存钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并不好，人们的最佳选择是用投资来化解通货膨胀并使现金资产保值增值。

2. 股票是创富资产

普通人由穷变富，主要方法不外乎两种：一种是创业，办公司。在条件具备的情况下，人们可以通过开办一家企业而变得有钱，国外的如比尔·盖茨、戴尔等人，国内的如牛根生、张近东等人。但自己开办企业是需要特殊的技能、条件和时机的，一般人不容易走得通。

而另一种个人致富的方法就是巴菲特的价值投资方法，通过买入优质企业的股权（企业的一部分）——股票，使自己成为一家现存的具有远大未来经济前景企业的部分所有者，比如像持有万科股份的刘元生，当企业欣欣向荣向前发展的时候，其股权所有者理所当然地也致富了。

第二种通过持有好企业股票致富的方法，是普通人最好也最可行的创富方法，其中的关键是，股票投资实际就是利用所持有企业的不断成长发展壮大，用时间创造价值，时间越长创造的价值越大。所以，在 2009 年 6 月中国私募经理赵丹阳与一生闯过了至少 11 次经济起伏周期，堪称“11 次危机老人”的股神巴菲特共进 211 万美元的天价午餐时，巴菲特表示股票是最好的投资：

> **“如果你的替代方案是买一些替代美元投资，我想通货膨胀会将之蚕食。几乎可以肯定的是，未来十年，股票将比固定美元投资表现更好。如果人们因保持现金而感觉舒服的话，随着时间的推移，他们会为此付出代价。”（摘自 2009 年巴菲特与赵丹阳天价午餐的谈话报道）**

在 2009 年 7 月 27 日，“股神”巴菲特接受了美国著名财经媒体 CNBC 的采访。巴菲特称，经济仍然没有显示任何活跃迹象，但这并不意味着投

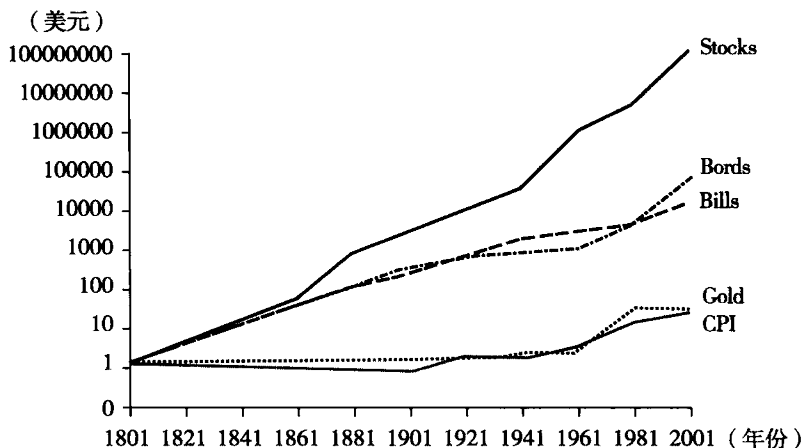
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者应该长期远离股市。他重复他去年秋天的"买入美国股票"的观点：

"不要等到经济改善了才去买股票，等到经济好转才买入，你将错过最大的股市涨幅。即使道琼斯今年冲击了9000点的高位，我依然认为，长期来看，股票投资将超过国库券等现金投资。我宁愿在道指9000点时拥有股票，也不愿长期投资于政府债券或持续滚动的短期货币投资。"（摘自2009年巴菲特接受CNBC的采访录）

3. 在大脑中上一根拥有"优质股票资产"的弦

现代金融体制虽然提供了投资理财的很多方式，如存款、购买黄金、投资债券和投资股票等。各种理财方式的长期回报率如何呢？国际著名经济咨询机构麦肯锡统计了过去200年美国各种投资标的的累计回报率，见下图：



1801～2001年美国各种投资标的的累计回报率统计图

资料来源：Valuation. 麦肯锡

图中标记Stocks指股票收益，Bonds指债券收益，Bills指存款利率，Gold指黄金收益，CPI指通货膨胀率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从图中可以看出，存款、购买黄金投资债券，这些投资方式的长期平均的投资收益率一般在 3% ~6% 之间，只略高于长期物价上涨的水平，只能算是保值的手段。这几种方式之中，只有股票的收益最好，能够真正给我们创造财富，股票投资是积极的财富创造型的理财方式。

所以，作为一个想改变自己命运的普通人，请像巴菲特那样，在大脑中上一根拥有“优质股票资产”的弦吧，优质的股票资产将会给你的未来带来更好的回报收益。

当然，如果你是一个经验极其丰富的资深投资者，根据不同的经济周期时段进行不同资产的优化配置，投资收益将更可观，而巴菲特就是我们应该学习的资产优化配置的最高旗手。

4. “我们的思维方式像工程师，我们要的是可靠的利润”

究竟以怎样的语言来概括巴菲特投资的思维模式才更准确呢？看似简单的问题其实颇费思量。

当然我们也可以把巴菲特的投资思维模式概括性地称为最符合经济原理和商业运行逻辑的思维模式，这说法本身没错，但这样笼统的说法似乎对我们理解巴菲特的投资方法帮助不大。

直到有一天，我读到巴菲特的老搭档芒格对这个问题的简短解释，使我对巴菲特的投资思维模式有了一种恍然大悟的感觉。

那是在 2008 年 5 月的股东大会上，本来巴菲特对中石油的投资堪称经典，但很多人不相信他是只看了公司两份年报就做了那么英明的决定，有位股东向巴菲特提出这样的问题：“你说 2002 年买中石油时只读了它的两份年报，大多数职业投资者都会做更多的研究，你为什么不做呢？你看年报时主要看什么？你怎么能看两份年报就做投资决定？”言外之意仅凭两份年报买中石油，这不是拿股东利益做儿戏吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你看出来了吗，问题中实际暗含了这个股东对巴菲特的责问。面对股东的诘难，巴菲特本人的回答并不出彩：

"我是在2002年春天读的年报。我从没问过任何人的意见。我当时认为这家公司值1000亿美元，但它那时的市值只有350亿美元。我们不喜欢做事要精确到小数点三位以后。如果有人体重大约在300磅到350磅之间，我不需要精确的体重就知道他是个胖子。如果你根据中石油年报上的数字还做不了决定，那你应该看下一家公司。"（摘自2008年波克希尔股东大会问答录）

巴菲特仅从价值判断的角度回答问题，我想这个股东不会满意，但巴菲特的伙伴芒格的补充很有意思，虽然简短，但字字珠玑，可谓言简而意赅：

"我们用于研究的费用比美国所有机构都低，我甚至知道有个地方每年付两亿美元咨询费，但我更知道我们的投资更安全，因为我们的思维方式像工程师——我们要的是可靠的利润。"（摘自2008年波克希尔股东大会问答录）

芒格一句话点到了回答股东问题的精要之处，为什么巴菲特仅凭两份年报就可作出投资决策，而且事后证明又是那样的精明，主要是因为巴菲特的思考方式像工程师——工程师的思维方式是既要对一个工程项目的细节质量负责，又要对项目的整体效果负责，巴菲特对投资的思维方式正像工程师对工程项目的思维方式，计划缜密，精打细算，要的是可靠的利润，而不是去浪费调研费。

由此可见投资思维方式的重要性，这位股东认为仅凭两份年报作投资决策是忽视股东利益的儿戏，而芒格则认为是节省调研咨询费的注重股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利益的理性行为。不同的思维方式决定了对同一事物可能有完全相反的认识。

相信芒格这样的回答一定会使股东们更加了解巴菲特的决策依据，并将股东的所有疑虑一扫而空，使股东们更加信任巴菲特。

5. 时势造英雄，时机正当时

投资的成功离不开企业的发展，而企业为什么会发展呢？当然离不开时代的背景。正是人类社会经济大发展的时代要求催促着好企业的不断发展。

所以，巴菲特把自己的投资成功除了归功于自己选择好企业的能力外，特别归功于他生在了当代的美国，归功于当代美国经济的发展：

> “我的意思是，我是个格外幸运的人，在合适的时代出生在合适的地方，要是我早出生几千年，我一定会成为某种动物的午餐，因为我既不比别人跑得快也不比别人跳得高；如果我出生在孟加拉国或者是其他地方，也不会成为现在的我。我能得到现在所拥有的，很大程度上说是这个社会的结果，因为我出生在一个巨大的资本主义社会，而且时机正确。和我的付出相比，我得到的物质财富多到不成比例。但是有很多人虽和我一样善良，但他们或者前往伊拉克战场服役，或者在自己的社区中辛勤服务，但是都不像我一样被‘疯狂’回报，我已经拥有了生命中想要的一切。”（摘自巴菲特2007年记者访谈录）

这段话出自巴菲特2007年宣布将自己400多亿美元的个人财富捐献给慈善事业的盖茨基金会后的记者访谈节目中，充分说明时势和时机的重要性。时势造英雄，生在3000年前的巴菲特可能只是其他动物的一顿午餐，生在当代的孟加拉国或者是其他地方可能只是个穷光蛋，而生在当代美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的巴菲特则成为世界首富。不同的时代和地点，会有迥异的境遇。

非常庆幸的是，巴菲特告诉我们中国投资人的好时机降临了。

2009 年 6 月，中国私募经理赵丹阳与巴菲特共进 211 万美元的天价午餐时，巴菲特表示了对于中国经济前景的看法：

> **“中国的发展就像一个年轻人的成长，正在释放出潜能，现在只是刚刚开始。未来中国的经济会比美国走得更快。”（摘自 2009 年巴菲特与赵丹阳天价午餐谈话报道）**

“股神” 看好中国未来 10 年的经济发展，我们作为中国的投资者，到了考虑如何在投资领域大显身手的时候了。让你自己——中国的投资者在这个资本大力创造财富的时代去显神通吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

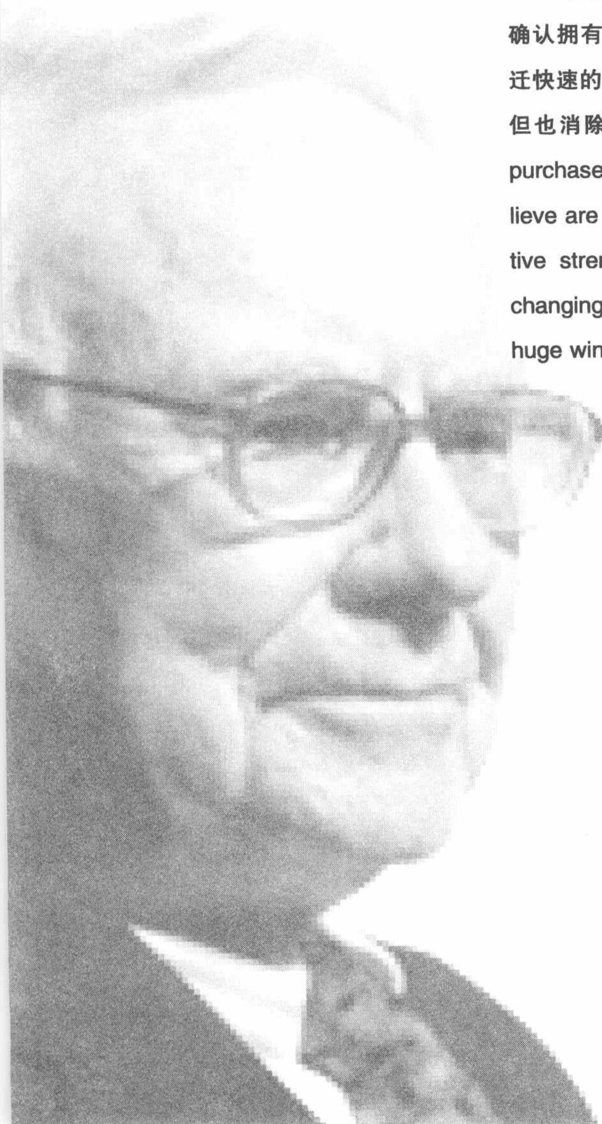
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　投资伟大的企业

THE 2ST CHAPTER：Investing the Great Business

在做任何一个购买决策时，我们寻找的是那种能够确认拥有强大竞争优势达 10 年或 20 年以上的公司，变迁快速的产业或许能提供让人朝夕之间大发横财的机会，但也消除了我们想要的稳定性。(Making either type of purchase, we are searching for operations that we believe are virtually certain to possess enormous competitive strength ten or twenty years from now. A fast – changing industry environment may offer the chance for huge wins, but it precludes the certainty we seek.)

——摘自巴菲特 1996 年致股东的信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、思考股票投资的本质

1. 面对股市的乱象，需要拨云雾见青天

股票市场的流动性和价格波动性给我们普通投资者展现了一幅股市的乱象，这种乱象表现在：

（1）股价的涨涨跌跌；

（2）股价的大涨大跌；

（3）股价的有涨有跌；

（4）我希望涨的不涨；

（5）我希望跌的没跌；

（6）我刚割肉就涨了；

（7）我刚追进它就跌了；

（8）我持有的它不涨，我未买入的它老涨，涨得我心焦……

股市中这些看似岂有此理的事情经常发生，频繁发生，反复发生，发生得使人没了脾气。到这个时候，你总该需要去思索一下：这到底是为什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 思考股票投资的本质

股票投资的实质和依据到底是什么？这个问题在我的脑海中萦绕了一段时间。说实在话，开始确实有一些似是而非，似懂非懂，但当我把巴菲特从1977年到2009年致股东的信全部读完的时候，这个答案在心目中便自然地明晰起来。读到这里，你可能很奇怪，这不是一个简单得不能再简单的问题吗？投资不就是拿本钱买股票吗？如果拓展一下范围，投资不就是拿本钱买能升值的股票资产吗？还能有别的新鲜玩意儿吗？你先别着急，这当然也算是一种答案，但我所思考的“投资是什么”当然不是指这些具体的操作层面的东西，我指的是指导思想哲学层面的含义。你从指导思想的哲学角度思考过这个问题吗？

你看，这么一说，你是不是开始觉得本来只是我的问题的“股票投资的实质和依据到底是什么”，现在这个问题也开始成为你的问题了呢？

让我们一起想这个问题的答案吧，从哲学的层面想，思考式地想，感悟着想。

二、股票价格上下波动的实质

1. “市场先生”的躁狂抑郁症导致股价的上下波动

对于股票的价格上下波动的原因，巴菲特有一段总结其老师格雷厄姆提出的“市场先生”理论将其解释得明明白白：

> “本·格雷厄姆很久以前就提出了对待市场波动的正确态度，我相信这种态度是最容易带来投资成功的。他说，你应该把市场价格想象成一个名叫‘市场先生’的非常随和的家伙报出来的价格，他与你是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家私人企业的合伙人。市场先生每天都会出现，提出一个价格，在这个价格上，他要么会把你的股份买去，要么会把他的股份卖给你。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

将股票上下波动的价格看成是“市场先生”的拍卖报价，其看问题的视角的确既形象又准确。

但“市场先生”所报价格的具体数字是如何形成的呢？请接着看巴菲特的解释：

“尽管你们俩所拥有的那家企业可能会有一些稳定的经济特征，但市场先生的报价却绝不稳定。很遗憾，这是因为这个家伙有一些无药可救的精神问题。有时候，他的躁狂症发作，只能看到影响企业的积极因素。在这种情绪下，他会报出很高的买价，因为他担心你会把他的股份买走，争夺他的巨大收益。而在另一些时候，他的抑郁症发作，他眼中除了企业和整个世界所碰到的麻烦以外什么都没有。在这种情况下，他提出来的价格非常低，因为他害怕你把你的股份甩给他。市场先生还有另外一个可爱的特征：他不在乎遭人白眼。如果他今天的报价没有引起你的兴趣，他明天还会带着一个新价格回来。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

这段把每天的股票价格波动形容为股票市场共同参与者的集合体——“市场先生”的不同报价真的是极其形象，经典又精彩，尤其是把股票一会儿的高价格，另一会儿的低价格形容为“市场先生”躁狂抑郁型精神病症交替发作的结果更是令人拍案叫绝。这对投资者理解股票每天产生不同价格的本质原因将起着极大的帮助作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 博傻式投机，难以长久成功

既然我们搞明白了股票每天产生不同价格的本质原因，那么，我们能够利用股票价格的上下波动形成投资赢利的模式吗？答案是：不能。因为“市场先生”的躁狂症和抑郁症交替发作，难以捉摸，无规律可循。无疑，试图利用股票价格波动进行投资获利的方法是一种博傻式的投机方法，运气好时是可以赢上几次，但难以长久成功。这不是理性投资者应该追求的投资方法。

3. 别作傻瓜，要利用“市场先生”的愚蠢，而不是让他指导你

对“市场先生”所报的神经病价格，正常的投资人应该报以怎样的态度呢？巴菲特话峰一转，告诫我们说：

> “但交易与否全在你的选择。所以说，市场先生的情绪越低落，对你就越有利。但是，就像是童话舞会中的灰姑娘一样，你必须留心仙女的警告或任何会变成南瓜和老鼠的东西：市场先生是来服务你的，不是来指导你的。对你有用的是他的钱包而不是他的情绪。如果他某一天带着特别愚蠢的情绪出现，你可以自由选择是给他白眼还是利用他，但如果你被他的情绪影响了，那将是灾难性的。事实上，如果你不能做到你理解和评价企业的能力比市场先生强得多，你就不配玩这个游戏。就像玩牌的人所说：‘如果你玩了三十分钟还不知道谁是傻瓜，那你就是傻瓜。’”（摘自巴菲特 1987 年致股东的信）

根据投资人对“市场先生”不同报价的反应，实际巴菲特把投资人分成了两个类型，一类是受“市场先生”情绪蛊惑而同样感染上躁狂抑郁型精神病症的投资人；另一类是利用“市场先生”情绪而大赚其利的人，其中的关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

键和奥妙在于理解和评价企业的能力，否则便可能成为投资人中的傻瓜。

理所当然，每个投资人都不愿意成为其中的傻瓜，都愿做其中的胜利者。按巴菲特的说法，做胜利者的出路只有一条，提高自己理解和评价企业的能力，而不是跟随“市场先生”的情绪。

三、确保在投资的“盲棋比赛”中长期胜出

1. 从企业的角度看股票，升华对股票本质的认识

对于思考股票投资的本质问题，其实，全世界价值投资者的旗帜巴菲特老先生已经给了我们思考这个问题答案的线索，我们看下面巴菲特致股东信里的内容：

“希望你不要认为自己拥有的股票仅仅是一纸价格每天都在变动的凭证，而且一旦某种经济事件或政治事件使你紧张不安就会成为你抛售的候选对象。相反，我希望你将自己想象成为企业的所有者之一，对这家企业你愿意进行投资。”（摘自巴菲特1996年撰写的《所有者手册》）

巴菲特这段话教会我们要超脱股票本身来考虑股票的问题，股票的背后是企业，企业是股票的基础和本质，股票只不过是企业的代表符号。这种从企业的角度看股票实质的观点升华了我们看股票问题的层面和角度，使我们离正确理解投资的真谛越来越近了。你产生这种感觉了吗?

2. 最愚蠢的买股行为莫过于看到股价上升就按捺不住而出手

在网络流传的《巴菲特的23个秘诀答案》中，其中巴菲特对第3个问题“在风云变幻的股市上，你如何看待市场和投资者的关系”是这样回答的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"我们要做市场先生的主人，而不是做他的奴隶。当我们投资股票时，我们实际上是投资股票所代表的企业。凯恩斯说，不要试图去弄清楚市场在做什么。我们需要弄清楚的是企业。由于某些原因，人们热衷于寻找价格变动中的线索，而不是价值。在这个世界上，最愚蠢的买股行为莫过于看到股价上升就按捺不住而出手。"（摘自《巴菲特的23个秘诀答案》）

这里巴菲特强调的还是投资企业而不是投资股票，重要的是弄清楚企业的价值是怎么一回事，根据股票价格变动的投资是愚蠢行为。

3. 投资就像一场与"市场先生"进行"盲棋比赛"

直到有一天，我读到一篇报道，说的是巴菲特的老搭档查理·芒格在自己主持的威斯科（WESCO）公司2006年股东会上回答一个股东的提问，这个股东的问题本是一个普通的投资问题，但我看了芒格的回答后对理解投资的真谛有了一种幡然醒悟的感觉。

为了使你也产生同样的感觉，我将那个股东的问题和芒格的回答一并列示如下。股东的问题是："为什么沃伦·巴菲特和他所创造的波克希尔·哈斯维是如此非同寻常的成功?"这个问题其实也是我们所有的投资者都应该弄明白的问题，我们看芒格是如何回答的：

"汇集于同一方向的多种因素导致沃伦的成功，这种多学科知识聚合体而产生的一种临界状态的极致出色的效应，有智力因素，沃伦无疑是非常聪明的，但从另一个角度看，他也不可能在盲棋比赛中击败所有的对手。所以，沃伦正是超越了通常意义的智力范畴。从他10岁时就意识到这一点并保持至今，从而形成今天的良好效果……"（摘自芒格2006年股东问答录）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这段话芒格先生说出了两层意思，第一，巴菲特的成功是多学科知识聚合体的综合效应；第二，这种成功超越了通常意义的智力范畴。

但我本人最为赞赏的还是芒格提出的把投资形容为“盲棋比赛”的说法。“盲棋比赛”意味着蒙着眼下棋，在对手信息极度缺乏的情况下对下一步应该走的棋作出判断，还要战胜对手。用“盲棋比赛”来比喻投资，我认为再恰当不过，投资就是在了解少数信息的基础上对未来下注，还需要下得准，投资的确就像一场与“市场先生”对弈“盲棋比赛”。我们看这场比赛的特点：

（1）交易对手不明；

（2）其情绪想法未知；

（3）未来政策未知；

（4）宏观经济走向不明；

（5）企业未来赢利不明……

说到底，投资就是在各种信息未明的情况下作出正确的投资决策，如果情况已明了，投资机会也将消失。这是一种多么奇特的经济游戏啊。

4. 在这场永远下不完的“盲棋比赛”中长久胜出

我们应该借芒格先生提出的“盲棋比赛”概念来深化理解投资的本质问题。投资就像一场“盲棋比赛”，一场似乎永远下不完的“盲棋比赛”，投资的成功是在这场“盲棋比赛”中长久胜出，击败所有的对手。

一切的一切都是在未知不明的情况下作出决策，看不到对方，但要靠自己平时的商业积累和对商业运营规律的把握去感知对方，还要决策得对，不能有失误，还要长久胜出，击败市场先生，这应该就是投资的本质问题。读到这，你是不是也认为这基本接近了“股票投资到底是什么？”这个问题的真实答案了呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



5. 思考投资的决策过程和关键所在

当我们得出股票投资是一种在与市场先生进行经济“盲棋比赛”中长久胜出的结论后，其实，另一个新的问题又产生了，也是值得你继续思考下去的问题：“要想在这场比赛中获得长久的胜出，关键是什么?”

如果你想投资成功，你就必须对这个新问题作出你自己的，并且还必须是正确的回答，否则你就无法获得你所渴望的那种成功。

这当然也是我的问题，我也必须作出我自己的回答。当我试图解答这个问题时，感觉到回答这个问题的难度似乎比回答第一个问题难度更大，所涉及的商业知识、人生经验和哲学涵义更深一层。

你可能会说我：“你也太笨了，这么简单的问题想得这么复杂，我比你聪明，我一看这个问题就产生出答案了。”如果是这样的话，那么我恭喜你了。

但前面芒格对股东问题的回答中说到巴菲特成功不是靠他的聪明，“有智力因素，沃伦无疑是非常聪明的，但从另一个角度看，他也不可能在‘盲棋比赛’中击败所有的对手。所以，沃伦正是超越了通常意义的智力范畴”。

从芒格的原话中，芒格点出巴菲特的成功不是纯粹的智力问题，是“超越了通常意义的智力范畴”。我想我们这些普通人不会比巴菲特更聪明，巴菲特的成功都不是靠他的聪明才智，我们更不能靠聪明才智。单看芒格的话，他似乎没有明说，拐弯抹角地说出了一些，还是很难传达出这个“长久胜出的关键”的本意，我们还是应该用我们自己的语言描述出我们自己的理解，这样岂不更好。

6. 在有限信息下做正确决策——拓展培训项目的启示

在思考“长久胜出的关键”这个问题答案的过程中，我想起了我曾经亲身参加过的为训练团队配合决策的一个“蒙着眼”的拓展比赛游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大约2006年，我们的销售团队业绩不错，为了激励员工，我挑出40名表现优异者，带队参加了为期两天的野外基地拓展培训项目。拓展培训是近年来非常时髦的情景体验式项目培训，目的是培养团队的沟通、配合和决策能力。其中有一个项目对启发投资决策非常有意义。

项目名称："蒙眼找顺序"。

材料及场地：眼罩，足够大的空地。

形式：20人一组，分两组。每组事先报数，培训师将号码贴于每个受训者后背，每个人记住自己的号码，不能搞混。培训师只讲明规则和限制时间，团队成员事先有5分钟的方案沟通时间。

游戏规则：

（1）给每个受训者戴上眼罩。中途不能偷看或说话，否则违例，由培训师拉出，不能再参加比赛。

（2）戴眼罩后，在培训师统一号令下，每位受训者左转十圈，再右转十圈，直到天旋地转，东西南北不分。目的是把顺序打乱。

（3）培训师亮明规则：顺序打乱后，每个人的每只手随便抓住另一个人的一只手，形成手拉手的20人环形圈，不能偷看或说话，可采用其他任何默默的沟通方式使20人的团队变成从1号到20号的顺序圈。限制时间15分钟。

（4）开始计时间，游戏开始。

大家看清了这个游戏的规则了吗？由于限制了受训者的条件，所以他们要解决顺序问题必须相邻配合，他们不仅需要关心自己的号码，还要知道自己所处的位置以及别人，特别是邻号人的位置。对于被蒙住双眼，又不能说话的人来说，你想想看，是不是一项挑战？

单纯就本游戏来说，你知道解决问题的窍门了吗？如果没有，告诉你吧：通过数手指头或在别人手心写字的方法告知相邻人你的号码或你自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得到相邻人的号码，按大小号左右互换，号码相邻的人便渐次按号码顺序排列了。

这个拓展游戏项目实际给了我们一个重要启示：在信息不充分的情况下，对未来的正确决策需要抓住一个“根本关键”。

我们那次的拓展培训第一组做成功了，第二组没有成功。成功小组的成功经验是，在事先5分钟的方案沟通时间里，团队成员间明确了解决方案，真正做游戏时，每一位团队成员都按事先商定的方案办，很快做完了游戏；而那个失败的小组，在事先5分钟的方案沟通时间里，你一句，我一言，时间到了还没有达成一致的解决方案，当游戏正式开始后，团队间不能再说话，队员间按不同的思路自行其是，队员间的蒙眼沟通乱了章法，时间又延长了5分钟也没有做成。

这个游戏的结果告诉我们什么呢？它充分地提示我们，这是一个典型的在信息缺乏且左右不明的种种限制条件下还必须得到正确结果的游戏，要解决问题，你就必须找到解决问题的“关键”所在。这是不是与投资决策很相像？

第二组的失败给我留下了很深的印象，我当时上纲上线，结合他们的工作实际狠狠批评了他们一顿。如果在抓住解决问题的“关键”之前行动，是不是成了盲动？是不是成了乱来？那怎么会有好结果呢？

描述这个拓展游戏的目的无非是让大家能够充分的理解，投资实际是根据有限的不充分信息对不确定的未来作出正确决策，需要事先确定能够作出正确决策的那个“根本关键”。

7. 投资的“根本关键”要看企业本身的赢利前景

话题收回到投资，投资如同蒙眼游戏，需要抓住那个“根本关键”，这个根本关键就是——把投资股票看成投资企业，把买入的股票凭证当成买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入了企业的一个组成部分。

2007 年 12 月 13 日，央视经济半小时频道借巴菲特来中国大连参加旗下以色列合资子公司开幕典礼之机对话巴菲特，其中有一个专门的话题——投资的精髓要看企业本身，记者的问题是："价值投资这个词在中国很流行，有人简单地把价值投资等同于长期投资或者特许经营权，您能告诉我们价值投资的精髓到底是什么吗?" 我们看巴菲特是如何回答的：

> "投资的精髓是，不管你是看公司还是看股票，要看企业的本身，看这个公司将来 5 年 10 年的发展，看你对公司的业务了解多少，看你是否喜欢并且信任管理层，如果股票价格合适你就持有。"(摘自巴菲特 2007 年 CCTV 访谈)

巴菲特的回答通俗易懂，简单明确，毫无奥秘可言，你能听懂，我能听懂，大家都能听懂。但当时记者并不感到过瘾，追问了一句："对于一个普通人而言，这容易实践吗?" 巴菲特接着解释道：

> "简单但是不容易，不需要巨大的智慧，一般的智慧就可以，但很多时候需要一种稳定的情感和态度。赚钱不是明天或者下个星期的问题，而是你买一种 5 年或 10 年能够升值的东西。描述起来不难，但真的去做的时候却很难做到，很多人希望很快发财致富，我不懂怎样才能尽快赚钱，我只知道随着时日增长赚到钱。"(摘自巴菲特 2007 年 CCTV 访谈)

我们进一步地听明白了，巴菲特说投资不复杂，不需要大智慧，一般的智慧就可以，但是它又是不容易的事，其中的奥妙在于，把买股票本身不要看成买"股票"，而买的是"企业"。投资股票其实就是投资企业，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每一个普通人都可以用这样的理念积累财富。

8. 要思考清楚投资股票与投资企业两种理念差异的背后含义

这个理念的差别有什么实际意义呢？仅仅是概念上的区别吗？必须想明白才能真正的转变和坚持。说实话，对这个理念我琢磨了好几天，开始时并没有真正明白两者之间到底有什么分别，企业上市了不就变成股票了吗？企业既然上市交易了，企业不就是股票，股票不就是企业吗？巴菲特你玩什么玄虚？但最后，当我确实琢磨出两者之间不同的含义时，才又真的佩服起巴菲特的与众不同来。原来其中的道理不能只从字面上理解，而要从其本质含义上去理解其到底是怎么一回事：

当你把买入的股票凭证仅仅当作"股票"时，它只是一个象征性符号，当其价格上下波动时，就很容易把它看成赌博的筹码，忍不住地使自己的心潮也随着股价的波动而起伏，从而像旅鼠那样在不知不觉中便产生了从众行为，追涨杀跌便成为家常便饭。这一点即使早期的巴菲特都不能免俗，正如巴菲特 1970 年 7 月 17 日给格雷厄姆的信中所说：

"在此之前，我一直是靠腺体而不是靠大脑进行投资。"（摘自巴菲特 1970 年给格雷厄姆的信）

啊哈！巴菲特把依据股票价格波动进行的投资决策说成是"靠腺体而不是靠大脑"的投资，这个说法极其形象、准确，并富有哲理和幽默感。股价的波动引起你的情绪起伏，情绪的起伏引起肾上腺体和甲状腺体的兴奋，腺体的兴奋又会引起激素的分泌，激素的分泌又会刺激情绪的更大起伏……自我加强效应的恶性循环，在这种情况下，怎么会作出正确的投资决策呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. “靠腺体而不是靠大脑”的投资是幼稚的投资

对普通人的这种对股票价格的正常生理激素样反应，其实巴菲特早已洞知，巴菲特曾对那些依靠股价短期涨跌进行获利操作的投资者下结论说：

> **“短期股市的预测是毒药，应该把它摆在最安全的地方，远离那些在股市中的行为像小孩般幼稚的投资人。”（摘自巴菲特1992年致股东的信）**

你看看，巴菲特把那些追涨杀跌，对股票价格作出正常生理激素样反应的投资人说成“像小孩般的幼稚”。哎呀，这些投资人可都是成年人啊，也都老大不小的了，这么说他们，巴菲特可真不客气。

10. 选择正确的投资方法去赚取符合商业逻辑的财富

而当你将买入的股票凭证仅仅当做“企业”看待时，其视角和思维逻辑则截然不同，买了股票相当于买下了这个企业相应股份的所有权和收益权，你会关心这个企业本身的状况，巴菲特这样告诫我们：

> **“你所找寻的出路就是，想出一个好方法，然后持之以恒，尽最大可能，直到把梦想变成现实。在每五分钟就互相叫价一个来回，人们甚至在你的鼻子底下报价的环境里，想做到不为所动是很难的。华尔街靠的是不断地买进卖出来赚钱，你靠的是不去做买进卖出而赚钱。这间屋子里的每个人之间每天互相交易你们所拥有的股票，到最后所有人都会破产，而所有钱财都进了经纪公司的腰包。相反地，如果你们像伟大企业那样，50年岿然不动，到最后你赚得不亦乐乎。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）**

巴菲特这段话精辟地说明了把买入的股票凭证当成是“企业”还是当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成“股票”这两者之间的巨大不同，是通过伟大企业自身的财富创造能力赚钱还是通过股票符号的进出交易赚钱，这个巨大的不同实际就是理念的不同，视角的不同，着眼点的不同，又会引起思维逻辑的不同，自然又会产生进一步的具体操作行为的不同，最后的结果自然更不同。

巴菲特给我们的结论是，华尔街的那帮股票经纪人靠的是不断地买进卖出来赚钱，而真正高明的投资者靠的是不去做买进卖出而赚钱，伟大企业会使真正高明的投资者到最后赚得不亦乐乎。

11. 伟大企业的经济前景带动我们在投资的“盲棋游戏”比赛中长久胜出

在所有的上市公司中，我们可以根据这些上市企业的经济前景和财富创造能力而将它们分门别类，其中的一些长期商业竞争能力最强、财富创造能力最强和经济价值最高的企业，我们可以把它们归为伟大企业的类别中，这些企业的长期商业竞争能力和财富创造能力能够给我们带来长期持续性的经济价值前景，巴菲特就是投资这类伟大企业的典范：

> “所以，我要找的生意就是简单，容易理解，经济逻辑上行得通，诚实、能干的管理层。这样，我就能看清这个企业10年的大方向。如果我做不到这一点，我是不会买的……人们买股票，根据第二天早上股票价格的涨跌，决定他们的投资是否正确，这简直是扯淡。正如格雷厄姆所说，你买的不是股票，你买的是一部分企业生意。企业好，你的投资就好，只要你的买入价格不是太离谱。这就是投资的精髓所在。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

因此说，伟大企业生意的简单可行和容易理解使其在经济价值创造上行得通，能给我们带来长期持续性的财富价值前景，让我们看得清其生意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展10年的大方向，其财富创造的商业运行逻辑必定能够带动我们在投资的“盲棋游戏”比赛中长久胜出。

四、抓“纲”投资

1. 商业经济规律决定商业前景

因为伟大企业是那些具有长期商业竞争能力的企业，虽然商业经济环境具有不确定的特点，我们也无法对未来的经济发展做出准确的推断，但伟大企业所具备的长期商业竞争能力可以使其在未来不确定的商业经济环境中打败其他的商业竞争对手而脱颖而出。所以，当我们面对未来不确定的经济环境而进行投资时，我们应该采取什么样的态度呢？我们还是看一下巴菲特的告诫：

> **“这当然是股市秘笈存在的价值，但就我个人的看法，投资成功不是靠晦涩难解的公式、计算机运算或是股票行情板上股票上下的跳动，相反，投资人要能成功，唯有凭借着优异的商业判断同时避免自己的想法、行为，受到容易煽动人心的市场情绪所影响。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）**

很明显，巴菲特没有被世俗的获利偏见所蒙蔽，而是旗帜鲜明地教导我们凭借着优异的商业判断去做出自己正确的投资决策。

2. 商业运营的自然优势力量决定伟大企业的确定性未来

商业经济的运行自有其独特的规律可循，投资就是对这种商业经济规律的认识和顺应，借助商业经济规律的自然力量来达到财富创造增值的结果，所以巴菲特继续教导我们价值投资的真谛：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“追随格雷厄姆的教诲，查理跟我着眼的是投资组合本身的经营成果，以此来判断投资是否成功，而不是他们每天或是每年的股价变化，短期间市场或许会忽略一家经营成功的企业，但最后这些公司终将获得市场的肯定，就像格雷厄姆所说：‘短期而言，股票市场是一个投票机，但长期来说，它却是一个称重机。’一家成功的公司重要的是内在价值能够以稳定的速度成长才是关键。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

因此，商业经济规律和商业特性的自然力量决定伟大企业在不确定的经济环境中有确定性的美好未来。

3. 让伟大企业替你去创造财富

在网络流传的《巴菲特的23个秘诀答案》中，其中巴菲特对第21个问题“你最看重所投资公司的什么方面”的回答是：

“在所有的企业中，每一星期每一个月每一年都会发生各种各样的变化。但真正重要的是找对企业。这方面一个经典的例子是可口可乐公司。它从1919年上市到今天，并且把所有红利再投入，你每股40美元的本金可赚大约180万美元。我们经历过萧条，也经历过战争，糖价也波动不定，发生过成千上万的事，但是看好产品的前景比在股市中进进出出多赚了多少。查理·芒格叫我关注具有巨大获利能力和成长性的大公司的特点，优秀的公司能连续20至30年保持成长，你买进以后，只要回家高枕无忧地让企业经理们做他们的事。”（摘自《巴菲特的23个秘诀答案》）

巴菲特的观点非常简要清楚，如果你找对了伟大型的企业，虽然经济环境会发生各种各样的变化，甚至可能遭遇社会结构的剧烈变化，但伟大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业先天的长期商业竞争优势所带来的巨大获利能力和成长性会使它打破环境给它的束缚和影响，而能够保持20至30年连续成长，给它的投资者带来巨额的财富增值，买进以后，你什么事都不需要再去做，只需高枕无忧地让企业经理们替你做事，甚至比你自己更高效率地去做事，更高效率地替你去创造财富。

巴菲特给投资者描绘的是多么绚丽多彩和令人神往的财富创造秘诀图画啊!

其实，当我们仔细想清楚证券资本市场的本质时，就会自然得出“让伟大企业帮你赚钱是投资证券资本市场的真谛”的结论。证券资本市场本质上就是国家提供了一个资本的自由交易平台，交易的“标的物”是上市公司，你可以自由挑选，受国家的提倡和法律保护。但有三种情况：

（1）如果你把资本放到最有效率创造财富的一个企业里，让最能干的人、最好的团队、有最好文化的企业来运用，他们就会把你的资本以最有效率的运用方式去创造更多的新增财富；

（2）如果你把资本放到一般有效率的一个企业里，他们就会把你的资本以一般效率的运用方式去创造一般的新增财富；

（3）如果你把资本放到没有效率的一个企业里，他们就会把你的资本以没有效率的运用方式去创造财富，到头来不但不能创造新财富，甚至还要让你的资本赔本。

这个原理通俗易懂，你需要做的事情就是利用你的商业经济的知识、经验和智慧挑选现阶段和未来最有效率创造财富的伟大企业，将你的本钱资源投资其中，你帮助它成长壮大，它帮助你赚取财富回报。

4. 巴菲特的“豁然开朗”与投资理念的确立

读到此，我们就会对于投资的本质问题有了一个比较清晰的认识和理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



解，我们也可以把巴菲特的价值投资法概括为“以伟大企业经营前景为核心”的投资方法。巴菲特在介绍自己的投资经验时说：

> “我六七岁就开始对股票感兴趣，在11岁时买了第一只股票。开始我沉迷于对图线、成交量等各种技术指标的研究。然后在我还是19岁的时候，幸运地拿起了格雷厄姆的书。书里说，你买的不是那整日里上下起伏的股票标记，你买的是公司的一部分生意。这是格雷厄姆教给我的最基本最核心的策略。自从我开始这么来考虑问题后，一切都豁然开朗。就这么简单。”（摘自巴菲特于1998年在佛罗里达大学的演讲）

你看，巴菲特为了让人们真正理解买卖股票和投资企业的区别，把自己从开始到后来的投资理念的改变历史袒露给大家，不但自己说，而且把他的老师，世界上公认的第一位写出《证券分析》伟大著作的投资家格雷厄姆老先生的话都搬出来了，这当然非同小可，不能等闲视之。这说明“以伟大企业为中心”的投资理念的极端重要性，尤其是“股神”巴菲特最后的一句“自从我开始这么来考虑问题后，一切都豁然开朗”给投资人以振聋发聩的醒神作用。

5. “以伟大企业前景为核心”的投资理念是理解价值投资本质的总纲

我要说，“以伟大企业经营前景为核心”的投资理念决不是无关紧要的字面游戏，它是理解价值投资本质含义的总纲、总钥匙，你必须从内心深处完全理解和接受这种投资理念，在这种投资理念总纲指导下的投资，才能像巴菲特那样，“在与市场先生的盲棋比赛中”长期胜出。这就好像是打鱼撒网一样，你必须牢牢抓住鱼网的“纲”，控制鱼网的“纲”而将鱼网的网“目”铺开，网“目”落水的面积才能达到最大，捞取的鱼才可能最多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 伟大企业是个“纲”，“纲”举才能“目”张

通读巴菲特每一年的致股东信，自始至终都是在贯彻以伟大企业经济价值前景为主线的投资哲学，而对股价的波动则持非常理智的态度：

> “每当查理跟我为波克希尔买进股票，我们采取的态度就好像是我们买下的是一家私人企业一样，我们着重于这家公司的经济前景、经营阶层以及我们支付的价格，只要能够预期这家公司的经济价值能够稳定地增加，我们愿意持有这些股份，在投资时我们从不把自己当做是市场的分析师、总体经济分析师或是证券分析师，而是企业的分析师。”（摘自巴菲特 1987 年致股东的信）

讲政治时最好少上纲上线，否则便可能成为扣帽子、打棍子。而讲投资时，尤其是讲价值投资时，就必须先上这个“纲”，否则就会得不到投资的要领，也就很难理解巴菲特价值投资法的核心精髓和很好地理解股东信的内涵，因为巴菲特价值投资法的所有延伸，以及巴菲特致股东信的精粹，都是围绕“伟大企业的经济前景”这个投资的“纲”而展开的。一句话：伟大企业是个“纲”，“纲”举才能“目”张。投资者若想长久胜出，就必须把“伟大企业”这个纲抓对抓牢，永不松手。

在“以伟大企业经营前景为核心”的投资理念总纲的战略问题解决后，我们也需要对总纲战略进行具体解释和战术分解，详情请看后续各个章节的具体描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　站在巨人的肩膀上建立起巴菲特的投资体系

THE 3ST CHAPTER：The Former Puzzle and Awakening of Buffett

在每一种情况下我们都努力去买进那些经济前景长期向好的生意，我们的目标是找出合理价格的杰出企业，而不是便宜价格的平庸公司，查理跟我发现买入货真价实而非华而不实的企业才是我们真正应该做的。(In each case we try to buy into businesses with favorable long-term economics.Our goal is to find an outstanding business at a sensible price, not a mediocre business at a bargain price. Charlie and I have found that making silk purses out of silk is the best that we can do; with sow' s ears, we fail.)

——摘自巴菲特 1987 年致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、善于阅读和思考是巴菲特成功的前提

巴菲特价值投资法是在不断地学习并总结投资教训的基础上逐步发展和完善的，而影响巴菲特价值投资法由不完善走向成熟并炉火纯青的最重要的三个人是格雷厄姆、费雪和芒格。巴菲特也是踩着巨人的肩膀而登上巅峰的。

每一个投资者都梦想自己能够像巴菲特那样成功，考证巴菲特价值投资法的成功“路线图”和曾经的困惑，将有助于我们实现这一梦想。

善于阅读和学习是巴菲特成功的前提。在2006年的波克希尔股东大会上，一位来自旧金山的17岁小伙子称自己已经连续10次参加年会了（好家伙，8岁时就开始参加），他向巴菲特提问了这样一个问题：“如何才能成为一名伟大的投资者?”巴菲特的答案简单而直接：

> “读一切可读之物。我到10岁的时候，已经读过了奥马哈公共图书馆所有书目中包含金融字样的书，有的还读了两遍。如果一本书令你爱不释手，就很可能对你有所助益。”（摘自2006年巴菲特股东问答录）

副手芒格对此非常赞同，他称巴菲特是“学习机器”。芒格在自己主持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的威斯科（WESCO）公司2006年股东会上回答一个股东的提问“为什么沃伦·巴菲特和他所创造的波克希尔·哈萨维是如此非同寻常的成功?”时是这样回答的:

> **“成为善于学习的机器是至关重要的一点：沃伦是这个地球上最好的学习机器之一。在龟兔赛跑中赢得比赛的乌龟就是善于学习的机器。如果在当今的世界你停止学习，这个世界将从你身边飞驰而去。沃伦是幸运的，因为即使在他已过退休的年纪，他仍然能够有效地学习和巩固他的技巧。因此从他65岁至今，沃伦的投资技巧取得了显著的增强。对沃伦整个成功过程的观察，我可以在这里汇报的是假如沃伦只是停滞于早期他所了解的知识，那么今天所能得到的结果也就不过如此了。”（摘自2006年芒格股东问答录）**

芒格的回答非常了不起，他把巴菲特的成功缘由看得异常透彻，主要因为巴菲特是一个“学习机器”，他在一个不断变化的世界中保持着对这个世界的跟踪和正确理解。

但我体会“学习机器”还不是芒格所要表达的最重要的东西，最重要的是，巴菲特能随世界的变化而使自己的投资思想不断地跟随进步，适应并超前于世界的变化，使自己的投资技巧得到显著的增强。65岁的巴菲特优于50岁的巴菲特，而现在78岁的巴菲特更是大大优于65岁的巴菲特。通过将自己强烈的成功欲望和兴趣相结合，再通过学习保持着对这个不断变化世界的正确理解，最后推陈出新，形成自己完善的投资理论体系是巴菲特与时俱进，不断发展的三部曲。

纵观巴菲特将近60年的投资生涯，他不断地从其他伟人之处吸收养料，发展并不断地完善自己。

在2000年的股东信中，巴菲特在回顾了自己所取得的成功时，由衷地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表达了对老师格雷厄姆的缅怀：

"又到了怀旧时间，约莫50年前，我在哥伦比亚大学修了格雷厄姆老师的课，在此之前的10年，我一直盲目地从事分析买进卖出股票的操作，但当时的投资成绩却是平淡无奇。从1951年起我的投资绩效开始改善，并非我改变了饮食或运动习惯，唯一的改变是其间增加了格雷厄姆的观念，当时在大师面前沉浸几个小时的效果远远大于我个人过去10年来独自的摸索。除了是一位伟大的老师，格雷厄姆更是一位难得的挚友，他所给予我的成功简直无法计算（*My debt to him is incalculable*）。"（摘自巴菲特2000年致股东的信）

巴菲特的意思很明确，在没有学习格雷厄姆老师课程的前10年，自己买入卖出股票动作的分析很盲目，投资成绩当然不好。当学习了格雷厄姆的课程后，对大师投资理念沉浸几个小时的效果远远大于个人过去10年来独自的摸索。这充分说明，在投资领域，伟人的指路明灯作用是何其大也。

天资聪明的巴菲特尚对投资有如此的感慨，况我们这些普通投资者，当然更应该深刻学习理解领会投资大师们的思想。

总结起来，巴菲特从影响自己最重要的三个人处所学到的思想分别是：格雷厄姆——从企业角度看投资，利用"市场先生"的愚蠢，安全边际；费雪——企业的成长因素，长期竞争优势；芒格——企业的商业品质决定长期竞争力，思维的格栅理论判断企业的商业品质。而尤为重要的是，巴菲特能够对三者的思想融会贯通，从认识"雪茄烟蒂型投资"的缺陷，到企业"经济特许权"理论的提出，最后形成了以经济城堡及护城河理论为主的自己独特的投资理论体系。本文将对巴菲特这一独特的投资理论体系的转变形成过程"路线图"作一探讨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、两位老师格雷厄姆和费雪对巴菲特的影响

应该说，巴菲特综合了本杰明·格雷厄姆和菲利普·费雪这两个投资传奇人物的两种不同的投资哲学，所以巴菲特说，“我是百分之十五的费雪，百分之八十五的格雷厄姆。”两位老师是怎样从不同方向具体影响巴菲特的呢？让我们慢慢考证如下。

（一）格雷厄姆对巴菲特的影响

格雷厄姆被公认为是证券金融分析的开山鼻祖。他 1894 年出生于伦敦，后移居纽约。1919 年，年仅 25 岁的他，年薪却高达 60 万美元，并和人组建了投资合伙公司。1934 年与大卫·多德合著完成了第一部专著《证券分析》(《Security Analysis》)，此书系统阐述了价值投资的核心：用基本分析方法来衡量一家上市公司的“内在价值”，并以此作为投资准则。格雷厄姆重点关心的是公司的股票价格相对于其内在价值是否廉价：

> **“我们的方法看似简单得让人难以置信，既没有经济周期或大盘走势的预测，也没有选定特别的企业或公司，我们不考虑产业差别，一视同仁地单纯以股票的吸引力作为评估标准。”(摘自 1934 年《证券分析》)**

格雷厄姆强调买入价格与内在价值相比要有足够的安全边际，是价值投资的开创者，为价值投资奠定了方法论的基础。该书成为金融市场上有史以来再版最多的畅销书，也成为很多投资人心中的“圣经”。《聪明的投资者》(按英文《The Intelligent Investors》译作《智慧型投资者》可能更好)1949 年第一次出版，是格雷厄姆《证券分析》的普及版，专门写给个体投资者，被称为“安全和价值的简单圣经”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难得的是，格雷厄姆作为投资界的一代宗师，早在20世纪30年代证券投资市场一片混乱时，他就能提出科学的证券分析学说和思想，在投资领域产生了极为巨大的震动，影响了后来的投资者。巴菲特曾虔诚地说过："在投资的罗盘上，格雷厄姆就是到达成功彼岸的唯一指针。"

《证券分析》和《聪明的投资者》的精要之处在于：正确区分了两种行为——投资与投机的区别：

"投资操作是基于全面的分析，确保本金的安全和满意的投资回报。不符合这些要求的操作是投机。"（摘自1934年《证券分析》）

那么，巴菲特都在老师格雷厄姆身上学到了哪些前所未有的投资理念呢？

1. "内在价值"原则——巴菲特学的第一招

巴菲特就是《聪明的投资者》最早的受益者之一，他说：

"早在1950年这本书首次出版后不久我就阅读了此书，当时我19岁。那时我就认为这是所有投资方面最好的书。现在我依然这样认为。"（摘自1987年巴菲特演讲录）

1949年格雷厄姆出的书，巴菲特不是在当年，而是在一年后的1950年才读了此书，当时19岁。实际上，作为一个仅仅19岁的毛头小伙子来说，能够清晰地判断出那是一本投资方面最好的书，已经不容易了。

那么，巴菲特的第一位老师格雷厄姆都给他留下了哪些具体的印象呢？我们看股东信中的具体描述：

"在至今我个人认为最佳的投资教材——由格雷厄姆所写的《聪明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资者》（《the intelligent investor》）书中最后一段提到的，最佳的投资是以商业角度来看的投资。”（摘自巴菲特1984年致股东的信）

以商业角度来看的投资肯定是首先着眼于企业的经营效果——即企业的价值变化，而不是以市场情绪决定的价格的变化。以商业角度来看的投资其实就是关注企业内在价值变化的投资，体现了格雷厄姆的“内在价值”原则，当然应该是最佳的投资。这是巴菲特从老师格雷厄姆处学的第一招。

2. “市场先生”原则——巴菲特学的第二招

从企业经营效果的内在价值角度来考虑投资，当然抓住了投资的本质，但投资人都会同样面临着一个共同的问题，那就是股票价格时时刻刻在起起伏伏，波动不已，有时甚至是大涨大落，为什么会出现股价涨跌的问题呢？巴菲特说：

“我的老师格雷厄姆40年前曾讲过一个故事说明为何投资人会追逐股票价格的变化：一个老石油开发商蒙上帝宠召，在天堂的门口遇到了上帝耶稣，耶稣告诉他一个好消息跟一个坏消息，好消息是他有资格进入天堂，但坏消息却是天堂里已没有位置可以容纳额外的石油开发商了。老石油开发商想了一下，跟耶稣说只要让他跟现有住户讲一句话就好，耶稣觉得没什么大碍就答应了。只见老石油开发商对内大喊：‘地狱里发现石油了’，不一会儿，只见天堂的门打开，所有的石油开发商争先恐后地往地狱奔去。耶稣大开眼界地对老开发商说：‘厉害！厉害！现在你可以进天堂了’，但只见老开发商顿了一下后，说道：‘不！我还是跟他们一起去地狱比较妥当，传言有可能是真的。’”（摘自巴菲特1985年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在股东信中摘录格雷厄姆讲的石油开发商的故事，实际是在讽刺那些毫无主见，一窝蜂似地受情绪主导，别人卖出他抢出，别人买进他抢进的盲目跟风似的“旅鼠式”投资人。

谈到旅鼠，到底是个啥东西，为什么人们会把盲目跟风的投资人和它联系起来？原来这里面还有段故事。

据考证，旅鼠与我们熟悉的家鼠生活习性不同，属仓鼠科，常年居住在北极，体形椭圆，四肢短小，比普通老鼠要小一些，外形可爱，繁殖力极强。在特定的年头，它们的数量在短期内会大增，就像是天兵天将，突然而至似的，因此爱斯基摩人称其为“来自天空的动物”，而斯堪的纳维亚的农民则直接称之为“天鼠”。数量过多导致的食物缺乏将逼迫旅鼠种群快速迁徙。研究人员发现，这种小动物能在一天内迁徙 10 英里。当旅鼠数量达到顶峰，环境无法提供足够的食物时，为控制种群数量，它们就会自发地集体迁移，奔赴大海自杀，在迁移的过程中，其他的旅鼠看见后都会不自觉地陆续加入迁移队伍，使得迁移的旅鼠规模越来越大，只有少数同类没有从众而留守当地，担当起传宗接代的神圣任务。迪斯尼在 1958 年拍摄的纪录片《白色荒野》中，就记录了旅鼠成群结队地迁徙、最终跳海自杀的场面，还配上了非常煽情的解说。这部奥斯卡获奖影片影响深远，使旅鼠不自觉地陆续加入迁移队伍奔赴死亡之约的动人传说在西方家喻户晓，所以后来西方国家习惯把那些在股票市场盲目跟风的投资者说成是旅鼠型投资者。

巴菲特的这段话无非是在告诫我们，这样的投资者不但在散户中存在，即使在那些所谓的由高学历专职人员组成的专业机构也大量存在。正是他们的不理智行为的集合导致股价的大起大落。

应如何看待股价涨跌的问题呢？巴菲特还在其老师格雷厄姆处学到更重要的，将股票市场的波动当作是一位情绪极不稳定的“市场先生”每天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



给你的报价，这就是著名的“市场先生”理论：

“事实上，真正的投资人喜欢波动都还来不及，本杰明·格雷厄姆在智能型投资人一书的第八章便有所解释，他引用了市场先生理论，市场先生每天都会出现在你面前，只要你愿意都可以从他那里买进或卖出你的投资，只要他老兄越沮丧，投资人拥有的机会也就越多，这是由于只要市场波动的幅度越大，一些超低的价格就更有机会出现在一些好公司身上，很难想象这种低价的优惠会被投资人视为对其有害，对于投资人来说，你完全可以无视于他的存在或是好好地利用这种愚蠢的行为。”（摘自巴菲特1993年致股东的信）

股价的起起落落虽然给那些心无主见，不明就里的投资者带来困惑，但也给那些以企业内在价值为依托，有着正确投资理念的巴氏投资者带来更多赢利的机会——即利用“市场先生”的愚蠢赢利：

“以我个人的经验来说，要能够免除市场诱惑，最好的方法就是将格雷厄姆的市场先生理论铭记在心。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

很明显，巴菲特没有被世俗的偏见所蒙蔽，而是旗帜鲜明地亮出自己的独特见解。巴菲特不否认投资短期的成功与“市场先生”的投票情绪有关系，但他更为坚信的是，投资的最终成功决定于所投资企业的经营成果，如果我们平时将精力放在对企业经营前景的研究上，只投资那些经营有着很好前景的企业，必定取得最终的投资成功。

3. “安全边际”原则——巴菲特学的第三招

对机构和散户的集体旅鼠行为所导致的股价大起大落，你是无法阻止的，这种情况将反复发生，但我们应该如何应对这种状况呢？对此巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其老师格雷厄姆处学到的经验是：

"我们具有的优势是态度，我们从格雷厄姆那里学到成功投资的关键是：买进好公司股票的时机是在其股价相对于其代表的实际价值被低估的时候。"（摘自巴菲特1985年致股东的信）

巴菲特学到的经验是正好利用旅鼠型投资者所导致的股价大起大落机会在股价相对于代表的实际价值被低估的时候买进好公司的股票，将本来将要发生的坏事变成了有利于自己的好事，这就是巴菲特的与众不同之处。

"市场先生"的愚蠢所造成的股票不可思议的低价格恰恰是理性投资者买入的机会，与此相仿，不可思议的高价格也正好是理性投资者卖出的机会，这种机会正是巴菲特在老师格雷厄姆处学的第三个绝招——"安全边际"：

"在格雷厄姆《智能型投资人》的最后一章中，很强烈地驳斥了有巨大风险的匕首理论，如果要将稳健的投资浓缩成四字箴言，那就是安全边际（Margin of Safety），自那时的42年后，我仍深深相信这四个字，没能注意到这个简单原则的投资人在1990年开始就会慢慢尝到损失的痛苦。"（摘自巴菲特1990年致股东的信）

由此看来，巴菲特老师格雷厄姆把由"市场先生"情绪波动所形成的低价格当成了买入机会的"安全边际"，是真正高明的思维。

巴菲特吸收了老师格雷厄姆这个高明的思维，并把它用于投资实践中：

"对于坊间一般投资人与商业人士相当迷信的政治与经济的预测，我们仍将保持视而不见的态度，30年来，没有人能够正确地预测到越战会持续扩大、工资与价格管制、两次的石油危机、总统的辞职下台以及苏联的解体、道琼斯指数在一天之内大跌508点或者是国库券利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在2.8%与17.4%之间的巨幅波动。不过令人惊讶的是，这些曾经轰动一时的重大事件却从未让本杰明·格雷厄姆的投资哲学造成丝毫的损伤，也从没有让以合理的价格买进优良的企业股票看起来有任何的不妥，想象一下，若是我们因为这些莫名的恐惧而延迟或改变我们运用资金的态度，将会使我们付出多少的代价，事实上，我们通常都是利用某些历史事件发生，悲观气氛到达顶点时，找到最好的进场机会，恐惧虽然是市场盲从者的敌人，但却是价值投资者的好朋友。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

显而易见，巴菲特并未否定那些投资专业机构的各种预测，而是凭借外部环境极端糟糕因素所造成的恐惧低价格时机变成了自己最好的安全边际买入机会。由此可见，巴菲特确实得到了老师格雷厄姆高明思维的真传。

那么，巴菲特在吸收了老师格雷厄姆的思想精华后便满足了吗？没有。

巴菲特还说过：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”说明单一的投资思想取得不了好成绩，兼收其他价值投资大师的智慧和经验对投资成功来说将非常重要。

上面这段话里巴菲特还提到了“以合理的价格买进优良企业”的问题。而让巴菲特从“优良企业”的角度考虑投资，则是另一位投资大师，也是巴菲特的第二位重要老师费雪的功劳。

（二）费雪对巴菲特的影响

费雪1907年生于旧金山，毕业于斯坦福大学工商管理学院，曾在旧金山巴黎国民银行任分析家，1931年开办投资顾问公司。其流传的主要著作有《普通股和不普通的利润》，以及《怎样选择成长股》。他的投资理念是重视对企业成长特质的了解和掌握。认为可以通过下列方式获得超额利润：（1）对获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利能力在平均潜力以上的优质成长公司投资；（2）和最有能力的管理者合作。

巴菲特在读了费雪《普通股和不普通的利润》一书后，大受启发，直接找到费雪。巴菲特回忆说：

“当我见到他（费雪）时，他本人和他的思想都给我留下了深刻的印象。费雪很像格雷厄姆，没有一点架子，优雅大度，是一个非凡的人物。”（摘自 1987 年巴菲特演讲录）

与格雷厄姆不同，费雪强调投资具备经营特色和增长潜力的“真正杰出的公司”。费雪在他的《怎样选择成长股》中写道：

“找到真正杰出的公司，抱牢它们的股票，度过市场的波动起伏，不为所动，也远远比买低卖高的做法赚得多。”（摘自费雪《怎样选择成长股》）

由此可见，费雪的投资策略恰好弥补了格雷厄姆较少考虑公司业绩的不足。

巴菲特评价费雪的地方在 1979 年的股东信中有详细描述：

“费雪（Phil Fisher），一位令人尊敬的投资专家与作者，曾比喻一家公司吸引股东的方式，就好比餐厅招揽客户的方法一样，餐厅可标榜其特色，如便利的快餐店、优雅的西餐厅或特别的东方食物等，以吸引同一爱好的客户群，若服务好、菜色佳、价钱公道，相信客户会一再上门。然而餐厅却不能时常变换其所强调的特色，一会儿是法国美食、一会儿又是外带比萨，最后反而可能导致顾客的愤怒与失望。同样的，一家公司亦不可能同时迎合所有投资大众的口味，有的要高股利报酬、有的要长期资本成长，有的又要短期股价爆炸性成长。”（摘自巴菲特 1979 年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特所介绍的费雪主张企业要有自己与众不同的经营特色，就像餐馆要有自己的菜品特色一样。其实，在经营企业的问题上，特色就是特长，人无我有，正是一个企业的差异化优势所在，也正是巴菲特所推崇的：

“所以我们对于一些公司总是希望自家公司的股票保持高周转率感到疑惑不解，感觉这些公司好像希望原有的股东赶快厌倦而琵琶别抱、另结新欢，以使新股东能够抱着新希望、新幻想赶快加入。相反的，我们希望原有股东一直喜欢我们的服务、我们的菜单，而且常常来光顾，我们很难找到比原有股东更好的新股东来加入我们的行列，因此我们期待公司的股份保持极低的周转率，这表示我们的股东了解并认同公司经营的方向与期待的未来。”（摘自巴菲特 1979 年致股东的信）

显然这段描述的是巴菲特如何吸收费雪的思想形成自己有特色的经营模式以吸引有认同感股东的事情。其中提到的企业特色经营问题非常重要，有特色才有专长，有专长方有竞争力，这是相互联系，互为因果的。

（三）巴菲特对两者的取长补短

格雷厄姆和费雪两人的投资思想重点显然是不同的。对两者思想研究较深的学者指出，格雷厄姆应属投资“数量”分析家，重点强调了那些可以在财务数据上衡量的因素：固定资产、当前利润以及红利等。格雷厄姆的研究范围可能限于公司披露的资料和年度报告，而且没有提到去拜访公司顾客、竞争者或经理人员而掌握实际情况。他的兴趣更多在于能够形成易被普通投资者所接受的便宜状况下的安全投资获利方法。为了减小风险，格雷厄姆提倡资产多元化组合投资。

而费雪的投资方法可视为格雷厄姆的反面对照镜。费雪属投资“质量”分析家，重点强调他认为可以增加公司内在价值的因素：企业的经营要素，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展前景及管理能力。相对于格雷厄姆过多的对便宜股票感兴趣，费雪更感兴趣于那些有能力增加企业长期竞争力和内在价值的股票。费雪强调对企业经营行为的调查研究，并偏向于投资集中而不是多元化。

格雷厄姆对巴菲特的最大贡献是有关投资的思考基准——安全边际，并且帮助巴菲特学会了控制情绪以便从市场波动中获利。费雪则教给了巴菲特从实际调查中选择优质成长企业的方法，使巴菲特能够判别出优质的企业进行长期投资。

而巴菲特的聪慧在于相信这两种不同的教义“在投资世界里是并行的”。他的投资方法综合了费雪所坚持的公司业务及管理的质量方法和格雷厄姆所信奉的理解价格和价值的数量方法。

最终巴菲特将格雷厄姆与费雪的投资策略进行了完美的融合，最终形成了自己的投资策略：“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。

细述起来，巴菲特的投资策略分别吸收了格雷厄姆的内在价值原则、“市场先生”原则、安全边际原则，以及费雪的竞争优势原则、集中投资原则和长期持有原则，这些原则构成了巴菲特价值投资策略的核心。

当然，在巴菲特的投资道路上，他走得并不一帆风顺，其间也遇到了一些波折，尤其是在20世纪80年代中期以前，“雪茄烟蒂型投资”曾给“股神”带来了极大的损失。了解“股神”前期所犯的错误，可以使我们了解一个真实的巴菲特，也有利于我们避免重蹈覆辙，趋于完美。

三、“雪茄烟蒂型投资”的缺陷及巴菲特的醒悟

通过上面对巴菲特老师们的分析，实际上我们可以更简明扼要地总结出巴菲特老师们的特点是，格雷厄姆强调的是当前的安全——一定要便宜，而费雪注重的则是未来有前景——竞争力优势。因为格雷厄姆是巴菲特的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一位老师，或许留下的“安全”烙印太深了，使早期的巴菲特局限性地偏向了贪图便宜的“雪茄烟蒂型投资”。

1. 善于认错的巴菲特

最早提到“雪茄烟蒂型投资”错误的还是巴菲特本人，他在1989年的股东信中简要系统地总结了自己头25年所犯的错误（自己幽默地注解是浓缩版）：

> “套用 Robert Benchley 的名言：‘要一只狗教小孩子忠诚、忍耐，并以此能够滚三圈再在地上躺好’，这就是经验传承的难处，不过不论如何，再犯下一个错误之前，最好能够先反省一下以前的那些错误，所以让我们花点时间回顾一下过去25年的经验教训。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

1989年的巴菲特，那时已经非常成功，名声也开始在全世界响亮起来，但巴菲特没有对自己的成就着墨，而是大谈特谈已经过去的错误，足见巴菲特胸怀宽广，敢于正视错误，也说明巴菲特对其股东是如何的坦白、诚实：

> “首先我所犯的第一个错误，当然就是买下波克希尔纺织公司的控制权，虽然我很清楚纺织这个产业没什么前景，却因为它的价格实在很便宜而受其所引诱，虽然在早期投资这样的股票确实让我获利颇丰，但在1965年投资波克希尔后，我就开始发现这终究不是个理想的投资模式。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

巴菲特开始讲述第一个错误——买下便宜的波克希尔纺织公司的控制权。但很快意识到那些虽便宜但无前景的企业不会获得长期赢利的好结果，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只贪图便宜而不看前景的投资是没有前途的投资。如果只记住第一位老师格雷厄姆强调的安全边际，或对安全边际作片面理解，就容易滑向单纯贪图便宜的泥潭。

说点后话，现在的巴菲特公司保留下纺织业时的波克希尔名称，但纺织业的资产早已在1985年彻底处理干净，后来的业务形态都是多元化强势企业的业务，已没有一点弱势纺织业的影子了。这也说明巴菲特具有知错必改的秉性。

2. “雪茄烟蒂型投资”的缺陷

我们接着看巴菲特对弱势企业的心路历程，有助于了解弱势企业的缺陷：

“如果你以很低的价格买进一家公司股票，应该很容易有机会以不错的获利出脱了结，虽然长期而言这家公司的经营结果可能很糟糕，我将这种投资方法称之为‘烟蒂’投资法，在路边随地可见的香烟头捡起来可能让你吸一口，解一解烟瘾，但对于瘾君子来说，也不过是举手之劳而已。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

开始提到“烟蒂投资”的名词，单纯的便宜就像别人扔下的烟蒂，不是没有一点价值，还能够捡起来嘬几口烟，但烟蒂就是烟蒂，不会有大价值。

其实，巴菲特较为全面地解释“烟蒂型投资”是在另一个场合，1998年10月15日在美国佛罗里达大学的演讲。当时巴菲特借回答学生提出的“你对日本的看法”这一问题时，对“烟蒂型投资”做了详解：

“直到现在，我还没有在日本发现一家可以投资的生意。这真的很有趣，日本企业的资产回报率都很低。如果日本企业本身赚不了多少钱的话，那么其资产投资者是很难获得好的回报的。当然，有一些人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也赚了钱，是我的一个同期为本杰明·格雷厄姆工作过的朋友。那是我第一次买股票的方法，即寻找那些股票价格远低于流动资本的公司，非常便宜但又有一点素质的公司。我管那方法叫'雪茄烟蒂投资法'。你满地找雪茄烟蒂，终于你找到一个湿透了的，令人讨厌的烟蒂，看上去还能抽上一口。那一口可是免费的，你把它捡起来，抽上最后一口，然后扔了，接着找下一个。这听上去一点都不优雅，但是如果你找的是一口免费的雪茄烟，这方法还值得做。不要做低回报率的生意，时间是优质生意的朋友，却是糟糕生意的敌人。如果你陷在糟糕的生意里太久的话，你的结果也一定会糟糕，即使你的买入价很便宜。如果你处在一桩好生意里，即使你开始多付了一点额外的成本，但如果你做的足够久的话，你的回报一定是可观的。"（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

这段引文虽稍显长了些，但我没太舍得删减，因为从这段讲话中我们可以窥探巴菲特投资思想的几个精妙之处：（1）投资的企业如果不赚钱，投资者也就赚不到钱；（2）即使便宜的糟糕生意，长久带来的也会是糟糕的回报，应了一句民间俗语：贪小便宜吃大亏；（3）好生意才能带来好回报；（4）衡量投不投资的标准要明确，那就是以回报率为准，不投低回报率的公司。

这里对"雪茄烟蒂投资法"的描述非常简练、精彩、到位，让人一看便懂。不是好生意，就不应该投，贪图一个小便宜，长久的结果好不到哪里去。

3. 厨房里有蟑螂就绝不会只有一只

因为差企业就像烟头，虽有一些价值，但经营中的新难题会不断冒出，让你占不了多少便宜：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“不过除非你是清算专家，否则买下这类公司实在是属于傻瓜行径：第一，长期而言，原来看起来划算的价格到最后可能一点都不值得，在经营艰困的企业中，通常一个问题才刚解决不久，另外一个问题就又接踵而来，厨房里的蟑螂绝对不会只有你看到的那一只；第二，先前的价差优势很快地就会被企业不佳的绩效所侵蚀。相信我，时间虽然是优质生意的朋友，但却是劣质生意的敌人（Time is the friend of the wonderful business，the enemy of the mediocre.）。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

一句名言“时间虽然是优质生意的朋友，但却是劣质生意的敌人”反复说，说明巴菲特对这句话的重视程度。

4. 巴菲特开始醒悟

上面的话语已经触及“烟蒂型投资”的要害，投资要分清便宜的类型，一些公司为什么便宜，是因为不赚钱，经营上有问题。这种经营上的问题将决定公司的前景，旧的问题不但难以克服，新的问题也会层出不穷。对这样的问题公司，精明的投资者当然要弃之而去，其股价也会“表面上显得”很便宜。

“或许你会认为这道理再简单不过了，不过我却是经历了惨痛的教训后才真正的搞懂，在买下波克希尔纺织业不久之后，我又买了巴尔迪摩百货公司、科恩儿童用品公司，我以相当的折价幅度买下这些公司，经营的人也属一流，整个交易甚至还有额外的利益，包含未实现的房地产增值利益与后进先出法的存货会计原则，我到底还漏掉了什么？还好三年之后，算我走运，能够以成本价左右的价格脱身，在跟科恩儿童用品公司结束关系之后，我只有一个感想，就像一首乡村歌曲的歌词所述的，‘我的老婆跟我最要好的朋友跑了，可我却很挂念这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个朋友!'"（摘自巴菲特1989年致股东的信）

问题层出不穷的糟糕企业就像不贤惠的折磨人的老婆，虽然跟朋友跑了，正好自己甩了个包袱，反而挂念起朋友在如何受这个不贤惠老婆的折磨。

这里巴菲特用自己的实例来剖析自己贪图便宜的错误所在。

"烟蒂型投资"的说法显然是巴菲特从反面来印证对哪些类型的企业该投资，哪些又不该投资，"股神"是在拿自己的教训来开导我们，而其中所揭示的道理，需要我们这些阅历尚浅的投资者在巴菲特提供的教训中细细体会：

"必须特别注意的是，本人虽然以反应快速著称，不过却花了20年才明白要买下好企业的重要性，刚开始我努力寻找便宜的货色，不幸的是真的让我找到了一些，所得到的教训是在农具机械、三流百货公司与新英格兰纺织工厂等经济形态上好好地被上了一课。"（摘自巴菲特1987年致股东的信）

"烟蒂型投资"的教训促使巴菲特醒悟，这个过程恰好也给我们这些后来者提供了了解"股神"成长轨迹的素材："股神"已经开始抛弃表面便宜的企业而转向于注重内在价值演变的优质商业品质投资。

5. 好骑师要搭配好马

巴菲特开始愿意以合理价格买好企业：

"我可以给各位另外一个个人经验，以合理价格买下一家杰出公司比用便宜价格买下一家普通公司要好得多，像查理老早就明白这个道理，我的反应则比较慢，不过现在当我们投资公司或股票时，我们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但选择杰出的公司，同时这些公司还要有好的经理人。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

面对已有的教训，巴菲特在搭档芒格的推动下开始愿意为好企业付合理的价格，而不再仅贪图便宜为劣质企业付低价格，表面看起来两种思路都应该可行，但本身的差别其实很大，是方向性的根本差异，所谓差之毫厘，失之千里。其中的道理我们必须要思考清楚：

“从这里我们又学到了一课，好骑师还要搭配好马才能有好成绩，像波克希尔纺织公司与科恩儿童用品公司也都有才能兼具的人在管理，很不幸，他们所面临的是流沙般的困境，若能将这些人摆在素质更好的公司，相信他们应该会有更好的成绩。我曾说过好几次，当一个绩效卓著的经理人遇到一家恶名昭彰的企业，通常会是后者占上风，但愿我再也没有那么多精力来创造新的例子，我以前的行为就像是 Mae West 曾说的：‘曾经我是个白雪公主，不过如今我已不再清白’。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

巴菲特的新思路很清楚，好企业前途广阔，而差企业再怎么努力也好不到哪里去，为什么要在差企业上浪费时间呢？巴菲特的思想在不断进步：

“在犯下其他几个错误之后，我试着尽量只与我们所欣赏喜爱与信任的人往来，就像是我之前曾提到的，这种原则本身不会保证你一定成功，二流的纺织工厂或是百货公司不会只因为管理人员是那种你想把女儿嫁给他的人就会成功的，然而投资人却可以因为与那些真正具有商业头脑的人打交道而获益良多，相反地我们不会希望跟那些不具令人尊敬的人为伍，不管他的公司有多吸引人都一样，我们永远不会靠着与坏人打交道而成功。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这段话读起来有点绕口，但意思还是很明确的，二流的差质生意即使有一流的卓越管理层也未必会取得好成绩，而如果管理层不地道，心术不正，不以股东利益为上，再好的生意也不能投，因为人们永远不能靠着与坏人打交道而成功。

6. 芒格对巴菲特的影响推动

从我们分析的过程看，在投资应该选择的企业类型上，“股神” 巴菲特也是转过弯的，这个转弯的推动力来自芒格。他曾在一个场合公开表示：

> “如同格雷厄姆教导我挑选廉价股，查理不断告诫我不要只买进廉价品，这是他对我最大的影响，让我有力量摆脱格雷厄姆的局限观点，这就是芒格的才智所展现的力量，他开拓了我的视野。”（摘自 1992 年巴菲特访谈录）

查理即是芒格，巴菲特的老搭档，波克希尔的副董事长，一生强调高品质，而对那些低质生意不屑一顾，因为他牢记了农夫的名言：“我想知道我将死在哪里，这样我就从不会去那里”。撇开了低质素企业，芒格愿意为高质素企业付合理价格，他曾说：

> “高质量的公司和品格出众的人才——应该得到合理的价格。开始我们不愿为好企业付较高的价格，但艾拉·马歇尔（Ira Marshall）说我们真是疯子——‘有些东西是你们应该花钱拥有的，如高质量的企业和品格出众的管理人才，你们正在低估质量和品格的价值’。我们听着这些批评并改变了自己的主意。”（摘自《穷查理的智慧》）

另外，芒格一直强调投资与人生要多学科思维，把投资、哲学、经济学、工程学、物理学、心理学等多门学科的概念如复利概念、排列组合、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正态分布、临界概念等融为一体，以“思维的格栅理论”著称。

芒格对巴菲特认识自己的投资错误起着很大促进作用，这都是有据可查的：

“通常讲到这里接下来要谈的是，我们经营的主要事业。在开始之前，先看看我们所属事业的一项失败，我们的副主席查理·芒格，总是强调研究事业与人生各方面的失败要比研究成功要重要的多，他这样的精神正如有人说：‘我总是想要知道以后我会怎么死，然后尽量去避免这件事发生。’而你可能也看得出，我们两个可说是合作无间，他喜欢研究错误，而我总是能够确保他有足够的题材去作研究，尤其是在纺织与保险事业方面。”（摘自巴菲特 1985 年致股东的信）

巴菲特这么说自己的错误，当然是一种调侃、幽默和谦虚，还有呢：

“就这方面而言，我们试着事先规划波克希尔的未来，时时谨记查理常说的一句格言，“希望能够知道自己最后会死在哪里，然后打死都不去那里！”（摘自巴菲特 1996 年致股东的信）

你看看，为了使自己少犯错误，巴菲特把芒格引自农夫“知道会死在哪里便别再去那地方”的名言多次引用，以警醒自己。巴菲特的伟大人格，在很多小事上体现出来，怪不得全世界的投资者把他的股东信称为“奥马哈”神喻。

2001 年，巴菲特趁网络股泡沫破裂引起的股市低迷之机新收购了八个企业，收购当然增加了大量需要处理的事务，企业总部仅增加了一名员工，巴菲特还在股东信中提到芒格：

“还有另外一群伙伴，我要深深致上谢意，那就是 Berkshire 企业总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



部的员工，在新购并的八个事业加入之后，我们全球的员工总数增加到112000人，为此查理对我的态度稍微软化，答应让总部人员编制增加一名成为13.8人。查理这家伙，总是提醒我富兰克林的名言，一点小缝也可使巨轮沉没（Ben Franklin's advice：A small leak can sink a great ship。)。"（摘自巴菲特2001年致股东的信）

你看出这段话额外反映出的信息了吗？你能想象在一个雇佣员工达11万2千人，市值近2千亿美元的超大企业集团，其集团总部的员工数量仅有不到14个人（0.8人是因为其中一个员工每周上四天班的缘故）的情况吗？多高的管理工作效率啊。要知道，多增加一名员工，企业就要多发一份工资，站在股东角度就是增加了一份成本。难得的是，在这么高的工作效率下，因为有新增购并企业，增加一名员工还要经过严格审批，还要重温一下富兰克林的名言，波克希尔的管理高层巴菲特和芒格，行事是多么严谨，是多么为股东利益着想啊。若按中国国有企业的营运惯例，做这么大生意的企业集团，其总部还不得有几千人，有哪个管理层还会为多一人或少一人的工作效率和股东利益着想呢？

由此可见，巴菲特和芒格，这两位老搭档在波克希尔公司营运中的配合是多么的默契和天衣无缝，简直是天作之合。所以巴菲特说：

"查理把我推向了另一个方向，而不是像格雷厄姆那样只建议购买便宜货，这是他思想的力量，他拓展了我的视野，使我以非同寻常的速度从大猩猩进化到人类，否则我会比现在贫穷得多。"（摘自1992年巴菲特访谈录）

巴菲特的话语说得很重，把不顾品质购买便宜货的行为形容为大猩猩，而注重企业优质品质的购买行为才算是人类行为，这种形容准确而深邃。著名人士欧森也说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“多亏芒格从旁推动，巴菲特买进可口可乐这类永远都有价值的特许权企业，这与芒格经营自己人生的方式不谋而合，即不求迅速胜利，只求长期成功。”

但巴菲特的伟大之处不止在于善于接受别人正确的观念，而更多体现于在此基础上的发扬光大，青出于蓝而胜于蓝。他在芒格注重企业优质品质的基础上发明了全新的“经济特许权”理论、经济城堡和护城河理论，大大丰富了现代投资理论。欲知详情，请接着看下面的解读。

四、“经济特许权理论”的形成

1. 喜斯糖果（See's）公司的示范效应

“雪茄烟蒂型投资”的教训从反面证明了投资劣质企业的不可行，而从正面影响巴菲特接受投资优质企业必有光明前途的实例则是喜斯糖果公司。

1972 年 1 月 3 日，巴菲特讨价还价地以 2500 万美元从布鲁奇普公司（blue chip stamps）手中买下喜斯糖果（See's）公司，但却在以后的年份里大赚其钱：

“对于每多赚一块钱的效益评量，大家必须将其所需额外投入的资金考量进去，就此而言，喜斯的表现实在是惊人，这家公司现在的净值只有 2500 万美元，意思是说除了原来投资的 700 万美元，后来只保留了 1800 万的盈余未分配，除此之外，喜斯将这 20 年来所赚的 4 亿 1000 万美元，在扣除所得税之后，全部发还给波克希尔，让我将资金分配到更赚钱的投资之上。”（摘自巴菲特 1991 年致股东的信）

喜斯公司 20 年所花的成本仅为 2500 万美元，而赚取的利润却高达 4 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1000万美元，典型的低投入高产出，使得巴菲特禁不住的多次夸奖喜斯：

“查理跟我有太多理由要感谢喜斯糖果跟CEO Chuck，最明显的原因是他们帮我们赚了那么多钱，而且其间的过程是如此令人愉快，还有一点同样重要的是拥有喜斯糖果让我们对于强势的经济特许事业有更深一层的认识，我们靠着在喜斯身上所学的东西，在别的股票投资上，又赚了更多的钱。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

喜斯赚的钱又投向其他的强势赚钱企业，赚取了更多的钱，这就是投资复利赚钱的秘密。喜斯的事例促使巴菲特由贪图便宜的绩差公司向付合理价格购买优质公司的转变，开始尝到特许事业的甜头，提出“经济特许事业”的名词。

2. 看重商誉，买进可口可乐

当然了，巴菲特的转变不是突然性的，而是渐进性的，巴菲特1985年的话说明了他的这种转变：

“我现在要比20年前更愿意为好的行业和好的管理多支付一些钱。原本倾向于单独地看统计数据，而我越来越看重的，是那些无形的东西。”（摘自巴菲特1985年致股东的信）

优质公司每年的优异表现加强了巴菲特继续购买优质企业的决心，并逐渐抛弃了以便宜价格购买一般企业的念头：

“在这些公司上，我们实在看不出买下并控制一家企业或是购买部分股权有什么本质上的差异，每次我们都试着买进一些长期看好的公司，我们的目标是以合理的价格买到绩优的企业，而不是以便宜的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格买进平庸的公司，查理跟我发现买到货真价实的东西才是我们真正应该做的。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

进入成熟期的巴菲特的标志是购买可口可乐的股票，而购买可口可乐也和喜斯的示范作用相关。1997年芒格在股东年会上说：“喜斯公司是我们第一次根据产品品质来收购的。”巴菲特补充道：“如果我们没有收购喜斯公司，我们就不会购买可口可乐的公司股票。”

巴菲特真正买进可口可乐的时间是在1988年：

“1988年我们作出两项重大的决定，大笔买进联邦家庭贷款抵押公司房地美（Freddie Mac）与可口可乐，我们打算要持有这些股票很长一段期间，事实上当我们发现我们持有兼具杰出企业与杰出经理人的股权时，我们最长的投资期间是永久，我们跟那些急着想要卖出表现不错的股票以实现获利却顽固地不肯出脱那些绩效差的股份的那群人完全相反。彼得·林奇生动地将这种行为解释成砍除花朵来当作野草的肥料。我们持续将投资集中在少数我们能够了解的公司之上，只有少部分是我们想要长期投入的，因为当我们好不容易找到这样的公司时，我们会想要达到一定的参与程度，我们同意Mae West的看法，好东西当然是多多益善。”（摘自巴菲特1988年致股东的信）

可见巴菲特是在心情敞亮的情况下谈论购买可口可乐公司股票的，似乎是大彻大悟后的行为，愿意将自己的所思所想告知别人，以图与别人分享，或者想点拨别人。

在1989年的股东信里，巴菲特更是将购买可口可乐的动机、缘由和来龙去脉调侃性地作了系统的描述：

“这次的可口可乐投资，提供了一个机会来证明你们的董事长快速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



反应投资机会，不管这些机会是如何的不明确或是被隐藏，我记得我是在1935年或1936年第一次喝到可口可乐的，不过可以确定的是，我从1936年开始以25分钱半打从巴菲特兄弟杂货店批货后，再以每罐5分钱卖给邻居街坊，作为我个人从事高毛利零售业的开端，我也深深观察到这项产品给消费者特殊的吸引力及背后所代表的庞大商机。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

如果不是巴菲特亲笔所言，谁能知道10岁不到的巴菲特就在可口可乐上赚过钱，早已亲身体会了买卖可口可乐的商机。当然你要注意，当时赚的钱不是通过买卖可口可乐股票，而是通过买卖可口可乐饮料实现的。

“在往后的52年内当可口可乐席卷全球的同时，我也持续地注意到这种特质，然而在同一段期间，由于我个人过于小心谨慎以至于连一股都没买，反而将大部分的个人资产投注在街车公司、纺织公司、煤炭公司与邮票公司之类的股票之上（如果你认为这是我编造的笑话，我可以告诉大家确实的公司名称），终于到了1988年的夏天，我的大脑与眼睛完成了联机动作。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

正因为巴菲特从小就熟悉可口可乐的商机，但没有采取行动，醒悟后的巴菲特才表示了未买可口可乐股票的懊悔和买后的喜悦心情：

“一时之间，我的观感与眼界大开，在1970年代一度委靡不振之后，可口可乐在1981年新任总裁古崔塔的带领下，焕然一新，古崔塔加上Don Keough（曾经是我在奥马哈的对街邻居），经过思考并厘清公司的政策后，切实地加以执行，使得本来就已是全世界最独一无二的产品又平添新动力，尤其是来自海外的营收更呈现爆炸性的成长。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以看出，巴菲特一旦醒悟，便抑制不住地连续表达对可口可乐的喜爱：

“利用其行销与财务方面的两把利刃，古崔塔将可口可乐产品的成长与股东的利益极大化，通常一家消费性商品的CEO，基于个人过去的经验与个性，会偏向公司的行销或财务任何一边，但是古崔塔却能够将两者调和到极致的境界，这样的结果实在是股东们前世修来的好福气。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

喜爱越甚，就越后悔为什么没有早点买入，当时大脑都干什么去了：

“当然我们应该在古崔塔与Don开始接掌公司时，就早点买进该公司的股票，事实上，要是我有足够的远见，早在1936年我就应该说服我爷爷干脆卖掉杂货店，然后将钱全部用来买进可口可乐的股票，这次我终于学到了教训，不过照这种情况看来，距离下一次我灵光一现的时间，可能要再等上个50年以上吧！”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

在投资哲学上大彻大悟的巴菲特对可口可乐的态度由此可见一斑。可口可乐的股价那几年也真给老巴撑腰，自1988年买入后，每年都表现不俗，进一步印证了投资优质公司的正确和可靠。到1991年，短短的几年间，股价的上升远远超过预期，使巴菲特喜不自禁，对好公司大加赞扬：

“可口可乐与吉列刮胡刀可说是当今世上最好的两家公司，我们预期在未来几年他们的获利还会以惊人的速度成长，相对地我们持股的价值也会以等比例的程度增加。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

投资可口可乐与吉列的成功，进一步验证了优质公司的巨大潜力，也促使巴菲特开始从经济特许的角度审视企业生意类型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 发明“经济特许权理论”

巴菲特将经济特许的思路进一步深化，在1991年的股东信中形成了认识和甄别优质公司的“经济特许权（economic franchise）”概念和理论：

> “符合以下特定条件的产品或服务，一家公司可以归为具有‘经济特许权（economic franchise）’的企业：(1) 它确有需要或需求；(2) 被顾客认定为找不到其他类似的替代品；(3) 不受价格上的管制。一家公司到底有没有具有以上三个特点而形成‘经济特许权’，可以从它是否能积极地为本身所提供的产品与服务制定价格的能力，从而赚取更高的资本报酬率来衡量，更重要的是具‘经济特许权’企业比较能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低‘经济特许权’企业的获利能力，但是并不会造成致命的伤害。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

这是巴菲特在投资领域第一次发明自己的独有理论——“经济特许权”理论，并提出了该理论的三项条件，看得出巴菲特已经不满足于投资界已有的概念，他在推陈出新。

4. “经济特许权”的优势和局限性

我们必须把“经济特许权”的实质认识清楚：没有替代品的需求。换句话说，实际就是垄断供应。既然是垄断，自然与非垄断品的特性截然不同：

> “相对的，一般事业想要获取高报酬就只有靠着节省成本或是当其所提供的产品或服务供需不均之时，但是这种供给不足的情况通常维持不了多久，倒是通过优良的管理，一家公司却可以长期维持低成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的营运，但即使是如此，还是会面临竞争对手持续不断的攻击，而不像特许事业，一般事业有可能因为管理不善而倒闭。”（摘自巴菲特1991 年致股东的信）

垄断供应的局面自然对企业有利，但相对来说，对消费者则不利。现代商业精神支持自由竞争，随着经济社会的进步，新兴产业层出不穷，原有的“经济特许权”垄断有可能被新兴产品替代而淘汰，如纸面媒体原有垄断供应局面，将会被网络媒体所打破:

“直到最近，媒体产业还拥有特许事业这三项特质，因此还能够制定侵略性的价格并容忍宽松的管理，不过现在的消费大众不断地寻找不同的信息与娱乐来源，也越来越能够接受各种不同的选择，另一方面很不幸的是消费者的需求并不会随着供给的增加而变大，五亿只美国眼睛，一天 24 小时，就这么多，不可能再增加了。所以结果可想而知竞争会变得更激烈，市场被区隔开，媒体产业因而丧失了部分原有的特许能力。”（摘自巴菲特 1991 年致股东的信）

这段话说的是纸面媒体产业如报纸，过去是人们了解社会的唯一来源，地区性的垄断供应，人们为了解社会不得不买。后来网络媒体兴起，不买报纸上网看新闻照样能够了解社会，自然报纸的经济特许能力下降。那些靠广告赢利的报纸，赢利能力自然大不如前。

“现金就是现金，不管今天它是靠经营媒体事业或是钢铁工厂得来的都一样，而过去同样是一元的获利，大家之所以看重媒体事业的原因是预期他会继续成长（股东不需再投入额外的资金），而钢铁业很明显会落入打摆子的那类族群，不过现在大家对于媒体事业的看法也逐渐改为后者，而如我们刚刚所举简单的例子，评价的结果可能因为这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样的修正而有很大的改变。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

现代经济社会无论是什么产业，最后对社会贡献的衡量标准归结于一个字“钱”，能赚钱说明社会需要你，社会愿意花钱来消费你，你为社会所需要，反过来说，不挣钱，则说明社会不需要你，你不被社会所需要，便没有存在的价值。这是现代社会的经济竞争规则。随着网络的普及，纸面媒体将逐渐丧失它业已存在的“经济特许权”，巴菲特对此早有清醒的预测：

“总而言之，资本城及华盛顿邮报超强的资产负债表与管理阶层，持有它们的股份使得我们比持有别家公司的股份感到更放心，而且就现阶段而言，媒体事业还是比其他一般美国企业要来的有竞争力，只是不再像过去拥有金刚不坏之身与诱人的暴利了。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

从纸面媒体的命运历程，我们可以知道，具备“经济特许权”的企业自然是投资的好标的，但我们也不要忽视，有的产业的“经济特许权”也可能只是阶段性的，原有的没有替代品的垄断供应很有可能被后来的新兴产业所替代，失去原有的“经济特许权”，甚至还有可能被完全淘汰。

这是“经济特许权”企业在投资上的局限，原有“经济特许权”的丧失有可能导致投资的巨大损失。注重长期投资利益的投资者不可不防。

那么，如果是在恶性竞争中脱颖而出的企业，它已具备了在恶劣条件下获胜的能力，这自然应该是注重长期投资利益投资者的首选标的。

巴菲特不愧为投资界的翘楚，在发现“经济特许权”企业的局限性后，又发明了甄别企业长期竞争优势经营能力的“经济城堡和护城河理论”，使自己的投资理论几乎达到了完美无缺的境界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、经济城堡和护城河理论的形成

1. 对可口可乐优质商业特性认识的加深

巴菲特的经济城堡（Economic castles）和护城河（Protective moat）理论首次见于1993年股东信，其形成过程与他自身对可口可乐优质商业特性的认识不断加深密不可分：

“接着让我为各位上一次历史课，1919年可口可乐股票以每股40美元公开上市，到了1920年由于市场对于可口可乐的前景看法相当冷淡，而将股价下跌一半至19.5美元，然而时至今日，1993年底，若是将收到的股利再重复投资下去，则当初股票的价值将变成210万美元，就像格雷厄姆所说：‘短期而言，市场是投票机器，投资人不须靠智能或情绪控制，只要有钱都可以登记参加投票，但就长期而言，股票市场却是一个称重机。’”（摘自巴菲特1993年致股东的信）

又一次搬出老师格雷厄姆的名言，无非想说明这样一个道理，短期内，股票价格确实受到参与者情绪的影响，是投资者投票的结果，但长期只能与一个因素有关，那就是企业的经营业绩，好企业才会有好的经营业绩，好的经营业绩才能支撑股票价格有好的表现。你对此观点做到坚定不移了吗？如果没有，你需要接着修炼：

“先前我曾经提到若是在1919年以40美元投资可口可乐会获得怎样的成果，1938年在可乐问世达50年且早已成为代表美国的产品之后，财富杂志对该公司做了一次详尽的专访，在文章的第二段作者写道：每年都会有许多重量型的投资人看好可口可乐，并对其过去的辉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



煌记录表示敬意，但也都觉得自己发现太晚，认为该公司已达巅峰，前方的道路充满了竞争与挑战。”（摘自巴菲特1993年致股东的信）

投资收益实际是对企业经营未来判断正确的奖赏，但若真正做到判断正确并不容易，需要不断地拨开迷雾，洞悉到企业经营的本质。鉴于此，巴菲特所讲的可口可乐案例，给我们提供了绝佳的学习素材：

“没错，1938年确实充满了竞争，而1993年也是，不过值得注意的是，1938年可口可乐一年总共卖出2亿箱的饮料（若是将当时加仑装改成现在192盎司的箱子），但是到了1993年该公司一年卖出饮料高达107亿箱，对这家当时已经成为市场领导者的公司，在后来将近55年的期间总共又成长了50倍，对于1938年加入的投资者来说，Party根本还没有结束，虽然在1919年投资40美元在可口可乐股票的投资人（含将所收到的股利再投资），到了1938年可获得3277美元，但是若是在1938年重新以40美元投资可口可乐股票，时至1993年底，还是照样可以成长到25000美元。”（摘自巴菲特1993年致股东的信）

这就是可口可乐的优质商业品质特性所导致的近乎不可思议的成长性，从中我们可以得到哪些启示呢？

2. 企业内在经营要素的决定性

可口可乐股价变化的活生生案例说明，决定企业成长的最本质要素是内因，而洞察企业成长内因的关键是企业的经营要素，投资者要善于抓住企业最根本、最核心的经营要素：

“我忍不住想要引用1938年财富杂志的报道：‘实在是很难找到像可口可乐这样规模而且又能持续十年保持不变的产品内容’，如今又过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 55 个年头，可口可乐的产品线虽然变得更广泛，但令人印象深刻的是这种形容词还依旧适用。”（摘自巴菲特 1993 年致股东的信）

你看，巴菲特这段简短的话语已经抓住了可口可乐最根本、最核心的经营要素，那就是：产品很简单，但很受欢迎。产品简单的好处是，生产过程及成本很好控制，产品性能能够多年一贯制的保持，这种产品性能又恰是消费者所喜欢的，低成本，高效能，你想想这种情况能不赚钱吗？能不赚越来越多的钱吗？想不赚钱都难。所以巴菲特算看透了可口可乐所具有的优质商业特性：

“就长期而言，可口可乐与吉列所面临的产业风险，要比任何计算机公司或是通路商或小得多，可口可乐占全世界饮料销售量的 44%，吉列则拥有 60% 的刮胡刀市场占有率（以销售额计），除了称霸口香糖的箭牌公司之外，我看不出还有哪家公司可以像他们一样长期以来享有傲视全球的竞争力。”（摘自巴菲特 1993 年致股东的信）

可口可乐的商业特性就是在长期的自由商业竞争中自然形成的竞争力，这种竞争力广受消费者欢迎，占有同类产品最大的市场份额，吉列公司和箭牌口香糖都是类似的公司，在生产同类产品的企业中脱颖而出，竞争力最强。

3. “经济城堡和护城河理论”的提出

这里我请读者注意，这类在生产同类产品的企业中脱颖而出的强势企业与具备“经济特许权”的企业不同，“经济特许权”指的是无替代品，独家生产形成的垄断供应，而这类强势企业有同类产品生产企业，只不过它们在长期的竞争中脱颖而出成为强势企业，性质完全不同，这样的企业更应当受到尊重，所以，巴菲特发明了新的理论来描述它们：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“更重要的，可口可乐与吉列近年来也确实一点一滴地在增加他们全球市场的占有率，品牌的力量、产品的特质与配销通路的优势，使得他们拥有超强的竞争力，就像是挖掘出又宽又深的护城河来保卫其高耸的经济城堡（Setting up a protective moat around their economic castles），相对的，一般公司却要每天耗尽心思去打没有意义的游击战，就像是彼得·林奇所说的，对于那些只会销售量贩式产品的公司来说，大家应该在其股票上加印这句警语——‘竞争可能有害于人类的利益’。”（摘自巴菲特1993年致股东的信）

巴菲特用经济城堡和护城河来描述在生产同类产品的企业中脱颖而出的强势企业非常准确、恰当，出人意料之外而又在情理之中。标志着巴菲特的投资功力已经精进到炉火纯青的地步，已经在格雷厄姆、费雪和芒格的基础上融会贯通，发扬光大，开山建派，自成体系。

我个人认为，巴菲特发明的“经济城堡和护城河理论”非常重要，简直是投资界的巅峰之作。个中含义值得我们细细品味。

4. 对“经济城堡和护城河理论”的延伸理解

为了加深对“经济城堡和护城河理论”的理解，让我们看看巴菲特本人在其他场合对本理论的解释。

在巴菲特的《23个投资秘密采访录》中，当被问到：“你迄今购买的理想股票是什么?”时，巴菲特是这样回答的：

“我花了很多时间去研究沃特·迪斯尼公司。我最喜欢的公司是这样的：美丽的城堡，周围是一条又深又险的护城河，里面住着一位诚实而高贵的首领。护城河就像一个强大的威慑，使得敌人不敢进攻。首领不断创造财富，但不独占它。换句话说，我们喜欢那种具有市场统治地位，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别人难以模仿，耐久可靠的大公司。你的企业要有一定的保护能力，使得对手难以进入并以低价与你竞争。当我买股票时，我就认为是买下了整个公司，就像在街边买了家商店。如果买下了商店，我就要了解它的一切。1966年上半年迪斯尼的每股价格为53美元，看起来不太便宜，但以这个价格你能以8000万美元买下整个迪斯尼公司，等于你有了白雪公主、米老鼠和唐老鸭，以及其他所有的卡通人物，有了迪斯尼乐园，还有沃特·迪斯尼这个天才当合伙人。”（摘自《巴菲特的23个投资秘诀答案》）

这是巴菲特本人对“经济城堡和护城河理论”所作的最精炼解释，其中的寓意需要人们细细思量才可能理解深刻。

另外，当采访者问到“你最看重企业的什么方面呢”时，巴菲特的回答也涉及护城河问题：

“我最看重企业商誉的价值。商誉就像企业之城的护城河。可口可乐拥有世界上最大的商誉价值。如果你送给我1000亿美元，让我打败可口可乐在软饮料市场的霸主地位，我会还给你，告诉你这是不可能的。除了商誉价值外，一个好企业还应具有价格的灵活性和调价能力。”（摘自《巴菲特的23个投资秘诀答案》）

巴菲特把看不见摸不着的经济商誉看成了护城河。

六、投资“护城河不断变宽”的企业

1. 对投资者容易但对竞争者绝不容易的生意

时间倒回到1998年10月15日，沃伦·巴菲特受邀来到美国佛罗里达大学作演讲，学生们当然不想放过在“股神”面前求取致富真经的机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其中有个 MBA 学生提了这样的问题："讲讲你喜欢的企业吧，不是企业具体的名字，而是什么素质的企业你喜欢?"，巴菲特作了如下的回答：

"让我们从大家都懂的事情上开始讲吧（巴菲特举起他的可乐罐），我懂得这个，你懂得这个，每个人都懂这个。这是一罐樱桃可乐，从1886 年起就没什么变化了。很简单，但绝不容易的生意。我可不想要对竞争者来说很容易的生意，我想要的生意外面得有个护城河，居中是价值不菲的经济城堡，我要负责的、能干的人才来管理这个城堡。"（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

尽管学生在提问时已经提前声明不需要具体企业的名字，但巴菲特还是忍不住地以可口可乐举开了例子，并由此点出了经济城堡和护城河的含义：对投资者的理解是容易的，但对竞争对手绝不容易的生意，并要有能干的管理层来打理。

2. 不同类型的护城河

但怎么样来理解护城河的含义呢？巴菲特开始举例说明：

"我要的护城河可以是多样的，举例来说，在汽车保险领域的盖可（GEICO）保险公司，它的护城河就是低成本。人们是必须买汽车保险的，每人每车都会有，我不能卖 20 份给一个人，但是至少会有一份。消费者从哪里购买呢？这将基于保险公司的服务和成本。多数人都认为各家公司的服务基本上是相同的或接近的，所以成本是他们的决定因素。所以，我就要找低成本的公司，这就是我的护城河。当我的成本越比竞争对手的低，我会越加注意加固和保护我的护城河。当你有一个漂亮的城堡，肯定会有人对它发起攻击，妄图从你的手中把它抢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走，所以我要在城堡周围建起护城河来。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

对可口可乐来说，如果把“护城河”看做是它的独特口味和人们对它的喜爱的话，那么对于有很多竞争对手的汽车保险公司盖可来说，其护城河就是低成本，低价格的相同保险服务，客户当然更愿意选择。所以不同类型的伟大企业具有不同类型的护城河，需要我们在实践中区别。

3. 护城河的改变——既可变窄也可变宽

说清一个生意的护城河概念，实际是把抽象的概念用企业具体经营的特征来叙述明白。从理解性的角度说，企业经济城堡的护城河就是本企业区别并优于其他企业的特殊经营要素，有三个把握要点：①本企业的经营要素与其他企业有区别；②本经营要素比其他企业有优势；③这种优势能为本企业带来高于其他企业的经济利益，三项要点合而为一，缺一不可，共同构成本企业经济城堡的护城河。将加大企业特殊经营要素的区别和优势称为“加宽护城河”的行为，实际上是说企业增加了竞争力，反之则称为“缩窄护城河”的行为，企业降低了竞争力。

4. 护城河变化代表企业发展的大方向

对投资者来说，需要从护城河的变化来看清企业发展的大方向：

“与之相反的是，可口可乐的护城河与30年前比，变得更宽了。你可能看不到护城河一天天的变化。但是，每次你看到可口可乐的工厂扩张到一个目前并不盈利，但20年后一定会的国家，它的护城河就加宽些。企业的护城河每天每年都在变，或宽或窄。10年后，你就会看到不同。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特这种以10年20年的长远眼光来审视企业生意护城河的微观变化，给我们提供了如何跟踪、判断和预测企业生意发展变化大方向的独特视角：

“我给那些公司经理人的要求就是，让护城河更宽些，保护好它，拒竞争者于河外。你可以通过服务、产品质量、价钱、成本、专利、地理位置来达到目的。我寻找的就是这样的企业。那么这样的企业都在做什么生意呢？我要找到他们，就要从最简单的产品里找到那些杰出的生意。因为我没法预料到10年以后，甲骨文、莲花、微软会发展成什么样。比尔·盖茨是我碰到过的最好的生意人，微软现在所处的位置也很好，但是我还是对他们10年后的状况无从知晓。同样我对他们的竞争对手10年后的情形也一无所知。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

对自己能够理解的生意，从一些经营细节如产品质量、价钱、成本、性能和服务水平等环节的变化趋势上来判断企业经营护城河变得更宽了还是变窄了，绝对是一个好主意：

“虽然目前我不拥有箭牌口香糖的股票，但是我知道10年后他们的发展会怎样。互联网是不会改变我们嚼口香糖的方式的，事实上，没什么能改变我们嚼口香糖的方式。会有很多的口香糖新产品不断进入试验期，一些以失败告终，这是事物发展的规律。如果你给我10个亿，让我进入口香糖的生意，打开一个缺口，我无法做到。这就是我考量一个生意的基本原则。给我10个亿，我能对竞争对手有多少打击？给我100个亿，我对全世界的可口可乐的损失会有多大？我做不到，因为，他们的生意稳如磐石。给我些钱，让我去占领其他领域，我却总能找出办法把事情做到。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以口香糖和可口可乐的生意作例子，站在竞争对手的角度，看需要花多少资金能够打败现有的生意，以此判断现有生意的护城河宽度，这是巴菲特告诉我们的另一个新颖的审视和考量生意好坏的独特视角。

5. 要“懂”企业的商业赢利模式

的确，就我自进入股市的切身体会，一开始就价格看价格变动的时期，确实无所适从，一片茫然，自然赔了不少钱。但当从企业经营赢利前景的角度看待投资时，确有豁然开朗之感，一切都感觉那么坦然自若和有希望。巴菲特真替我们这些“以企业经营未来为投资哲学”的价值型投资者说出了心里话。

> “我们只买自己谙熟的生意。在坐的每一个人都懂可口可乐的生意，我却敢说，没人能看懂新兴的一些互联网公司。我在今年的Berkshire Hathaway的股东大会上讲过，如果我在商学院任教，期末考试的题目就是评估互联网公司的价值，如果有人给我一个具体的估价，我会当场晕倒的（笑）。我自己是不知道如何估值的，但是人们每天都在做！如果你这么做是为了去竞技比赛，还可以理解。但是你是在投资，投资是投入一定的钱，确保将来能以恰当幅度赚进更多的钱。所以你务必要晓得自己在做什么，务必要深入懂得你投资的生意。你会懂一些生意模式，但绝不是全部。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

这里巴菲特强调只买自己能懂的赚钱生意。在我们对商业知识有了一定范围的能力圈后，对生意是好是坏，或多或少是能够判断的。那些不能判断前景的企业，绝大多数应是不符合商业逻辑，在经济上根本行不通的。网络股辉煌时，巴菲特以商业经营赢利逻辑判断，当时的网络股赢利模式在经济上行不通，从而抵御住诱惑，也回避了网络泡沫破灭带来的风险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事后看，还是巴菲特英明。

6. 考量生意的正确方式是利润的不断增加

我们应该对上面这段话中的那一句："投资是投入一定的钱，确保将来能恰当幅度地赚进更多的钱"作深入的思考。如何确保将来能赚更多的钱呢？最符合商业逻辑及经济上最可能行得通的办法是选择能不断加宽护城河的企业投资。所以，巴菲特说：

"我们在购买企业时从来不预先定下一个目标价。比如，如果我们的买入价是30，当股价到达40、50、60或100时，我们就卖，诸如此类。我们不再如此的行事。当我们花2500万买私有公司See's Candy时，我们没有'如果有人出5000万我们就卖'的计划。那不是一个考量生意的正确方式。我们考量生意的方式是，随着时间的推移，是否买下的企业会带来越来越多的利润？如果对这个问题的回答是肯定的，任何其他问题都是多余的。"（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

巴菲特到最后终于道出了投资的最核心精髓，经济特许权也好，经济城堡和护城河也好，都只不过是为了达到一个终极目的：买下的企业会随着时间的推移能够带来越来越多的利润。这才是考量一个生意的唯一正确方式。

7. 护城河趋势决定企业中长期赢利价值

晚期投资理念成熟的巴菲特基本都是以企业商业经营的护城河趋势来考虑自己的投资选择的：

"我们持有少数股权企业的贡献，对波克希尔业绩来说也功不可没，从一些统计数字中，可以看出他们的重要性，1994年可口可乐总计卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2800亿罐八盎司的饮料，每罐大概能赚一美分，不过积沙成塔，若按波克希尔拥有7.8%可口可乐的股权比例，我们大概可以分配到210亿罐，总计光是饮料贡献给我们的盈余就有2亿美元；同样的，透过对于吉列的持股，波克希尔大概可以分得全世界刮胡刀7%的市场占有率（以营收而非销量计算），约为2.5亿美元的销售额；另外在拥有530亿美元资产的富国银行，我们持有13%的股权大概就等于是一家拥有70亿美元资产同时每年获利一亿美元的银行。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

通过可口可乐、吉列刀片及富国银行的投资事例，在经济特许权理论及经济城堡的护城河理论的指导下，思来想去，反反复复，巴菲特最后还是觉得像可口可乐这种类型的生意最佳：

“至于可口可乐，可以算得上是我生平从事的第一笔商业交易，1930年当我还是个小孩子的时候，我花了25美分买了半打的可乐，然后再以每罐5美分分售出去，而直到50年后，我才终于搞懂真正有赚头的还是那糖水。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

迪斯尼也一样，同样成为巴菲特类似可口可乐的持股：

“在1996年初期，有两个重大事件影响到我们的持股，首先在买下盖可保险（GEICO）剩余一半的股份之后，GEICO变成我们百分之百持有的子公司，第二，我们将资本城股份转换成现金与迪斯尼股票。再透露一点历史，我第一次对迪斯尼发生兴趣是在1966年，当时它的股票市值还不到9000万美元，虽然该公司在前一年度——1965年的税前净利是2100万美元，而且所拥有的现金甚至多于负债，当时迪斯尼乐园斥资1700万美元的加勒比海海盗船才刚要开幕，而这家公司的卖价只不过是这艘海盗船的5倍！令我印象深刻的是，利用巴菲特合伙企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业的资金，买进一大笔的股份，照分割调整后的平均成本约31美元一股，这样的决定显然很正确，因为现在的股价大概是66美元一股，各位的董事长却在1967年以每股48美元将这批股票卖出，使得其效果大打折扣。不过还好，绕了半天，我们很高兴能够再度成为这家拥有独特资产与杰出管理阶层公司的大股东。”（摘自巴菲特1995年致股东的信）

读到此，我们应该稍稍停一下，好好思索一下前两段引用的股东信中所反映出的巴菲特的思路转变。1994年的巴菲特说：“直到50年后，我才终于搞懂真正有赚头的还是那糖水（指可口可乐）。”而到了1995年，巴菲特又把早已卖出并赚到钱的迪斯尼公司高价（与原卖出价比）买回，成为其大股东，为什么会这样？难道巴菲特没有考虑过50年后的可口可乐股价已高高在上？对迪斯尼公司低价卖，高价又买回难道不心疼？我想巴菲特肯定考虑过这些问题，重新买回迪斯尼及高价买入可口可乐（与50年前价比）都是巴菲特深思熟虑的结果，绝对不是一时的心血来潮。

8. 放胆投资护城河不断加宽的企业

我经过思考后，对这些疑问有了自己的答案。巴菲特的首要判断依据和思考逻辑是企业“经济城堡的护城河”的变化趋势，在经济活动的潮流面前，该企业的护城河将会变宽呢还是可能变窄：

“每一天，通过无数种方式，我们下属每一家企业的竞争地位要么变得更强，要么变得更弱，如果我们让客户更加愉悦、消除不必要的成本、改善了产品性能和服务，我们的竞争力就会更强。但如果我们对待客户时冷淡或者容忍不必要的费用成本不断上升，我们的竞争力就会削弱。就每一天而言，我们行为的影响难以察觉，但天长日久所累计的影响后果之巨大却难以估计。”（摘自巴菲特2005年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特重新买回迪斯尼及买入可口可乐，那是他根据自己发明的“经济城堡和护城河理论”发现，迪斯尼及可口可乐还在每天不断地加宽自己的经济城堡和护城河，所赚的钱随着时间的推移越来越多。所以巴菲特是放心大胆地买入那些护城河不断加宽的公司的股票：

“由于这些几乎毫不显眼的行为的后果导致我们的长期竞争地位得到改善时，我们称这种现象为‘加宽护城河’，这些行为对于我们想要打造10年甚至20年以后的企业至关重要。当然，我们总是想在短期内赚到更多的钱，但当短期与长期目标冲突时，加宽护城河应该优先加以考虑。芒格和我喜欢引用本·富兰克林的名言：‘一盎司的预防胜过一磅重的治疗’(An ounce of prevention is worth a pound of cure)。”(摘自巴菲特2005年致股东的信)

看到富兰克林这个预防重于治疗的名言，不仅使我想起春秋战国时代名医扁鹊和魏文王“良医治未病”的故事。据史载，扁鹊是春秋战国时期一位鼎鼎大名的名医，但大家都很少知道他其实还有两个哥哥也是医生。有一天魏文王问扁鹊说：“你们家兄弟三人，都精于医术，到底谁的医术最好呢?”扁鹊回答说：“大哥最好，二哥次之，我最差。”魏文王以为他是谦虚，就问道：“那么为什么你最出名呢?”扁鹊答说：“我大哥治病，是治病于病情发作之前。由于一般人不知道他率先能铲除病因，所以他的名气无法传出去，只有我们家的人才知道；我二哥治病，是治病于病情初起之时。一般人以为他只能治轻微的小病，所以他的名气只及于家乡村子里；而我扁鹊治病，是治病于病情严重之时。一般人都看到我在经脉上穿针管放血，在患处敷以毒药以毒攻毒，或动大手术直指病灶，所以以为我的医术高明，名气因此响遍全国。”魏王大悟。

这则故事形象地说出了中医追求的最高境界是“治未病”，所谓“上医

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



医未病之病，中医医欲起之病，下医医已病之病”。

而联系到投资，其实应该像中医追求的治病境界那样也应该分为三个品级，上品投资是预先知道企业的价值变化趋势，事先早就埋伏好，就等机会来临了，就像扁鹊的大哥事先知道病情那样；中品投资是当企业的价值趋势一有变化，便能够感知的到，及时采取了正确的操作措施，就像扁鹊的二哥病情初起马上感知，及时下方；下品投资是当企业的价值趋势变化已经明朗，还能够及时采取措施，所谓亡羊补牢，犹未晚也，就像扁鹊自己在人已重病之时下猛药以治之。

理所当然，把投资与疗病之法相联系，扁鹊大哥及二哥的提前措施更为可取。

回头再读2007年股东信，发现巴菲特早就有类似的观点：

> “在任何时候，我们不是通过投资品的市场价格来计算我们的投资进展。我们宁可用两条适用在我们自己企业的测试标准，来衡量它们的成绩。第一条标准，扣除整个行业预期增长后的实际收益增长；第二条，更主观些，就是看它们的‘护城河’是否这一年里变得更宽，‘护城河’是一种隐喻，指的是公司拥有的，会让它的竞争对手日子难过的竞争优势。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

巴菲特看企业护城河是否变宽的思路正像扁鹊大哥事先感知病情的思路。读完这段话，我不由得感叹，在投资领域，巴老爷子的思想确实快人一步，高人一等，正确而深邃。

巴菲特的“护城河”理论实际就是以扁鹊大哥及二哥的方法事先给自己的投资把脉，先行“市场先生”一步。巴菲特把企业“加宽护城河”作为第一因素考虑的优先项，护城河的加宽意味着竞争能力的不断提升，竞争能力的提升意味着企业将赚越来越多的钱，企业赚了越来越多的钱肯定会给股东带来越来

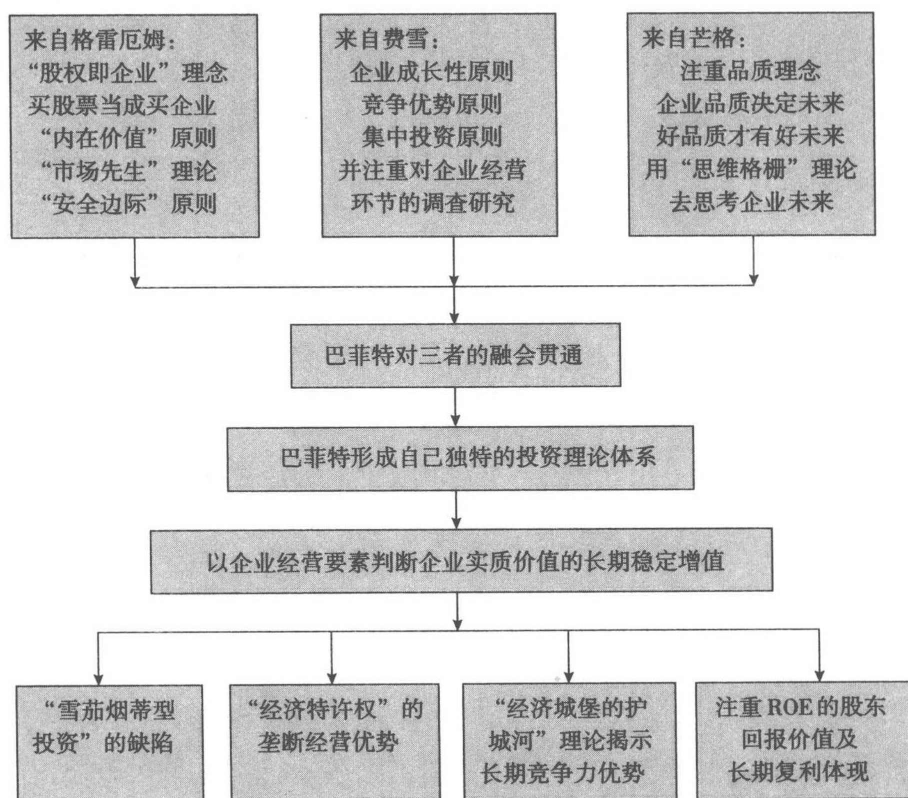
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越大的回报，这符合商业逻辑，在经济上也行的通，是最高明的投资方法。

七、巴菲特对老师的取长补短及形成的独特投资体系示意图

总结起来，巴菲特既善于对老师理论的取长，又善于对自己投资理念的补短，结合形成了具有自己特色的独特投资体系，图示如下：

愿天下投资者都能学到巴菲特的投资真谛，既有利于自身，又造福于社会。



巴菲特取长补短形成的独特投资体系示意图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　投资精髓的“三个面向”

THE 4ST CHAPTER：The Three Orientations on Clever Investing

市场就像上帝，帮助那些自立自强知道自己应该干些什么的人，但是，市场又不像上帝，它也惩罚那些无头苍蝇般随意跟风不知该干些什么的人”(The market，like the Lord，helps those who help themselves. But，unlike the Lord，the market does not forgive those who know not what they do.)

——摘自巴菲特 1982 年致股东的信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、巴菲特投资法的精髓

投资几年来，陆陆续续看过不少巴菲特的传记、故事和论述，一开始并没有切身感受到巴菲特投资法的特别之处，只是觉得巴菲特的名气很大，投资最成功，自己也有一股要投资成功的劲头和强烈愿望，所以必须要学，强迫着自己学。但后来随着对巴菲特投资法了解的不断深入，结合自己投资实践的得失体验，巴菲特投资法的精妙之处逐渐在脑海中变得越来越清晰，最后不由得自己开始崇拜起巴菲特投资法来了。我本来是一个自认为很有主见、颇为自负的人，一般很少崇拜一个人。现在，在投资领域，我要说，巴菲特确实高人一筹，巴菲特投资法确实值得崇拜。

崇拜归崇拜，你要明白你为什么要崇拜？你崇拜的是什么？其实，我崇拜的是巴菲特价值投资法所依据的基本经济原理。早在 1969 年，巴菲特就从其老师格雷厄姆那里学到了价值投资所应依据的基本原理：

> “本·格雷厄姆说过：‘长期来看，市场是个衡量基准的机器，而短期看来，它是一个投票机’。我一直认为，由基本原理决定的重量很好测出，但是，由心理因素决定的投票很难评价。’”（摘自巴菲特合伙人公司信函，1969 年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目前的流行语“股市短期是投票机，长期是称重器”即是源自格雷厄姆上面的这句话。既然由“心理因素决定的投票很难评价”，我们就不应该在股价的波动方面来浪费时间精力，而由于“基本原理决定的重量很好测出”，我们就应该对这个“基本原理”搞清搞透。所以，投资成功与否的关键完全决定于对基本原理的理解和本质认识上了。

巴菲特不愧为“股神”，对投资本质的见解正确而深邃，一下子抓住了投资问题的实质。依据成千上万“市场先生”情绪波动引起的股价波动差价获利，无异于赌博，而依据企业的经营成果获利则是有章可循的事情，只要预判到企业在未来的经营成果会很好，市场会给它公道价格，投资获利便成为可以板上钉钉，确定性很大的事情。但令人奇怪的是，这么浅显的道理人人都可理解，而现实的 A 股投资者中遵循的却不多，并且，全世界那么多的价值投资者各说各理，又没有形成一致认可的说法，问题出在哪里呢?

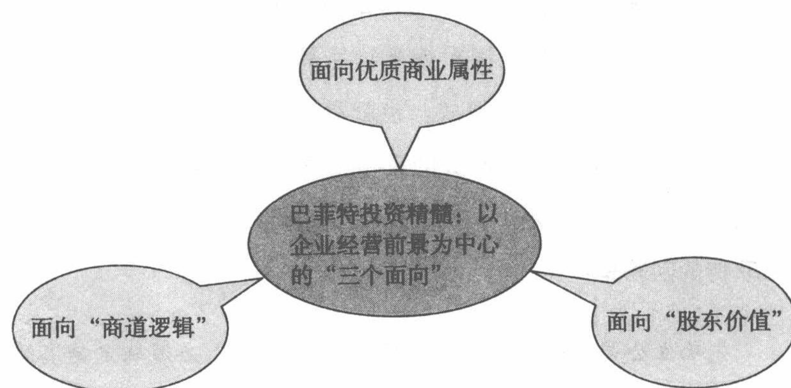
经过一段时间的思考，我总算琢磨出一点的原因来，我认为这主要在于人们对企业未来经营成果的研判产生的分歧。企业是各种类型，五花八门的，对企业未来的预判，当然更是公说公有理，婆说婆有理。但我要说，对具体企业未来的具体盈利数字可以产生分歧，但如何研判企业未来赢利前景的思路和方法，以及衡量企业投资价值好坏的理念和标准是可以统一的。今天我们就针对如何正确地去理解巴菲特投资法基本原理的精髓作一些探讨。巴菲特告诉我们：

> **“一般的商学院教学重视复杂的过程而忽视简单的过程，但是简单的过程却更有效。”（《渠道》杂志，巴菲特与帕诗西亚·鲍尔对话，1986 年）**

我心中遵循巴菲特这种简单才有效的理念，要将复杂的事情说简单，要以非专业的语言说准专业的事情。请注意这个“说准”二字，专业的事情本来很难说准，还要拿非专业的语言来说，有难度，但我上来了拧劲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定要做到，否则你就不能说理解了巴菲特，更不能说弄懂了巴菲特价值投资法。几年前我就围绕着这个核心在思考，一直想试图抓住这个基本原理，但总是觉得不甚满意，直到半年前，当我基本通读了自1977年到2008年每一年的巴菲特致股东信，然后通篇一回想，突然有所顿悟，总算有了我自己自觉还算满意的对巴菲特价值投资法基本原理精髓的概括，那就是：巴菲特价值投资法的基本原理精髓是以企业经营前景为中心的“三个面向”——面向优质商业属性，面向商道逻辑，面向股东价值。图示如下：



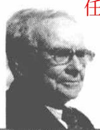
何以如此？现在听我为您一一分解。

二、面向优质商业属性

1. 商业属性决定企业赢利的性质和前景

我相信大家都会有这样的亲身体会，有一些企业上至管理层，下至普通员工平常很努力，但工资并不高，企业也没有多少盈利，一直在过苦日子；而另一些企业，没见到管理层和员工怎么努力，甚至表现出懒散，但其员工的工资不但发得多，企业的生意和盈利也红红火火，显示出很大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不同。这种不同不仅仅是几年时间的短期表现，而是长达几年，十几年来的一贯表现。对此，巴菲特的取向很明确：

> **“我们不愿因为生意时好时坏而必须常常裁员，相对地，我们宁愿保持一点宽松的弹性，而不是让大家一天到晚忙得要死，到头来却发现做的是亏本的生意。”（摘自巴菲特1979年致股东的信）**

作为商人，肯定谁都想的是轻松赚钱，都不愿意忙完后亏损，但为什么这个世界上还有亏损生意呢？其中，企业的商业属性起着重要的决定性作用。

查现代汉语辞典，属性一词系指事物所具有的性质和特点。不同类型的企业，由于具有不同的商业模式，也就具有了不同的商业属性，这种商业属性的不同，将带来巨大的投资价值和投资回报的差异。在1986年波克希尔公司的股东大会上，有一个投资者问巴菲特：“你选择公司的标准是什么?”巴菲特的回答是：

> **“先确立公司收购的标准，很像选择妻子，你必须确定她具有你要求的属性品质，然后突然有一天你遇到中意的人，你就娶她为妻。”（摘自巴菲特1986年股东大会问答录）**

这说明巴菲特将企业的属性品质放在第一位。投资，要想取得超越平均水平的收益，必须对企业的属性和品质加以分析，予以甄选。因为有些企业天生就是投资价值的创造者，而另一些，却天生是投资价值的毁灭者。在巴菲特的股东信里，处处透露着‘股神’对不同企业商业属性的鉴别和重视——企业的优质商业属性创造投资价值；企业的劣质商业属性毁灭投资价值。

2. 企业劣质商业属性对投资价值的毁灭

为了说明企业的商业属性对投资成败与否的关键性作用，我们先从巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价·客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特对汽车业航空业和纺织业劣质商业属性的认识和经验教训中找寻反面答案。

(1) 汽车业的商业属性和长期经济特征

美国号称是一个汽车轮子上的国家，汽车给这个国家和人们的生活带来了巨大变化，但汽车业是一个好的投资标的吗？我们先看看“股神”是如何谈汽车业的：

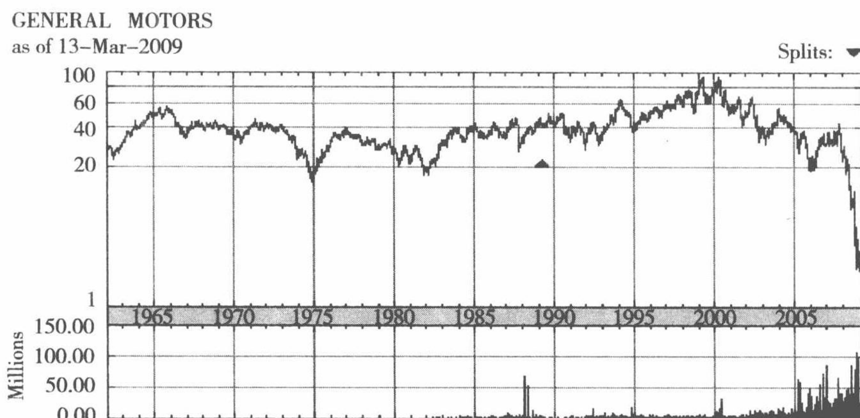
> “在20世纪初，美国轿车和卡车制造商的名单，长达70页，把所有的都算上，在对人们生活产生巨大影响的汽车行业里，有多达2000个生产商。如果在汽车工业的初始阶段，来预测汽车业的未来发展，你可能会说投资汽车企业就是通向财富之路。但到今天怎么样了？经过永无休止的商场搏杀，现在剩下三家生产商（注：即通用、福特和克莱斯勒），并且，这三家也不被投资人看好。这就是对美国社会产生巨大影响的汽车业。当然，它也对投资人产生了巨大影响，只不过结果与他们的投资预期恰恰相反。”（摘自巴菲特1999年财富杂志文稿）

这段话道出了美国汽车业的长期商业特性，对美国社会和人们的生活产生了巨大的正面影响和好处，但对投资者带来的却是巨大伤害。我们看现在的通用汽车，这一曾经保持多年福布斯企业排行榜世界第一的500强巨头，股价长期在20美元到100美元之间震荡。鉴于本文的写作时间，我仅查到1963年到2009年3月13日之间的股价图，看下面所附股价走势图，大约1964年左右，其股价就达到过40美元/股，但我们看其1995年的股价和1985年的股价，没有什么两样，同是40美元，到了2005年，股价还是40美元。2008年5月份以来，由于金融危机的影响而巨亏，不得不乞求美国政府救助，在破产的边缘苟延残喘，其股价也由20多美元一直跌落到2009年3月9日的最低点1.51美元/股，令其投资者瞠目结舌。

查通用汽车的最新资料，在本文写作之际，其账面价值（Enterprise

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

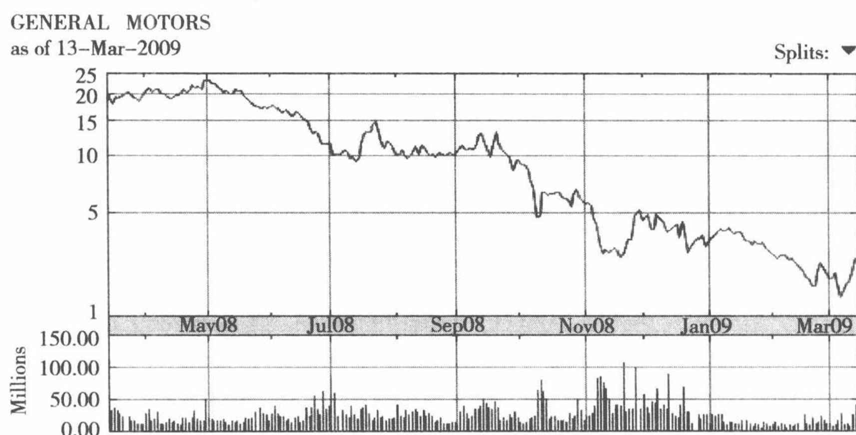
Value）总额为 339.05 亿美元，而股价虽由 2009 年 3 月 9 日的最低点 1.51 美元/股回复到 2009 年 3 月 13 日的 2.72 美元/股，但其市值（Market Cap（intraday））也仅有 16.61 亿美元，账面价值与股票市值反差何其大也。



美国通用汽车公司 1963 年～2009 年 3 月股价走势图

来源：雅虎财经

为使大家看得清楚，把通用汽车最近一年的股价走势列于下图：



美国通用汽车公司 2008 年 3 月 13 日～2009 年 3 月 13 日股价走势图

来源：雅虎财经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反观中国的汽车业，曾经有过2003年的扩张高峰，但各厂家为了抢占市场份额，动辄降价数千或上万元，降价成了汽车业的家常便饭，今年20（万），明年18（万）。当然，这对汽车的消费者是好事，但对汽车的投资者又意味着什么呢？是不是在重复美国汽车业昨天的故事呢？

（2）航空业的商业属性和长期经济特征

汽车业如此，那么航空业如何呢？巴菲特有更深的感受：

“现在我们再来看看20世纪另一项伟大的发明：飞机。从1919年到1939年，美国约有两百多家航空公司。想象一下，当你在小鹰号（莱特兄弟发明的世界第一架飞机名字）时代，你是否能预见航空业的未来发展。你可能会看到一个你做梦都想不到的世界。历史上，对航空企业的所有股票投资都赚不到钱。我们耗资3.58亿美元买入的美国航空公司的优先股是一种“非强迫性失误”（Unforced Error），在买入这只股票之前，我完全没有将注意力放在会不可避免的困扰——一家成本不但高昂而且极难降低的运输公司的问题上。最终经济学的基本规则占了上风：在没有管制的商品型业务中，一家公司必须把它的成本降低到有竞争力的水平，否则就会面对毁灭。但是我对美国航空公司业务的分析不仅肤浅，而且错误，我太陶醉于这家公司长期盈利运作的历史，以及优先证券的所有权表面上给我提供的保护，以至于我疏忽了一个重要的方面：美国航空公司的收入将逐渐受到一个没有管制的、残酷竞争的市场的影响，而它的成本结构还是在管制保护利润的时候遗留下来的。如果任这些成本不受管束将意味着灾难，然而沿用航空公司过去的记录同样也是灾难。再说一次，如果历史提供了所有的答案，那么《福布斯》前400名富豪将都是图书馆管理员了。”（摘自巴菲特1996年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公平地说，航空业对于全世界的人类社会来说，真正算得上是个伟大的行业，它让人们真正尝到了天涯成为咫尺，让地球变成村庄的滋味。想象一下，如果没有航空业，不同国家之间的交往还会像今天这样方便快捷吗？人类社会还像今天这样发达吗？但从另一方面来说，美国航空业的投资者却长期没有回报，赚不了钱，即使像巴菲特那样在优先股的保护下投资美国航空（US Air），也不能幸免。最后巴菲特总算明白了，航空业为什么老赔钱，是因为航空业的商品型业务特性使然。航空公司的成本结构刚性，但机票的价格却受市场的残酷竞争而起伏不定，长期不能产生股东价值。

（3）纺织业的商业属性和长期经济特征

那么，对纺织业巴菲特又有怎样的体验呢？纺织业应是巴菲特最熟悉的行业，其第一家控股公司即是波克希尔纺织公司（现在的公司保留其名称，但已完全没有纺织业务）。1964 年，因为忍不住价格的便宜，他买下了波克希尔纺织公司的控制权，开始了对纺织产业的全程体验：

> “纺织业销售所须负担的应收账款及存货周转资金是相当沉重的担子，低资产周转率与低毛利率不可避免地造成低落的股东权益报酬率。纺织业的现况充分地说明了教科书中提到的，当资本密集但产品无重大差异化的生产者注定将赚取微薄的报酬，除非供给吃紧或真正短缺，只要市场产能过剩，产品价格就会随直接营运成本而非投入资金作变动，不幸的是这样的情况正是目前纺织业的常态。”（摘自巴菲特 1978 年致股东的信）

纺织产业的低回报率已经被认识到了，那么通过采取措施改进管理是否可以扭转局面，提高回报率呢？其实巴菲特做过尝试，甚至是很努力地做过：

> “虽然我们的纺织事业仍持续不断地有现金流入，但与过去所投入的资金实在是不成正比，这并非经理人的过错，主要是产业的环境使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然。当然我们也不是没有试过其他方法，在纺织业就曾经过数度挣扎，各位的董事长也就是本人，在数年前曾买下位于 Manchester 的 Waumbec 纺织厂，以扩大我们在纺织业的投资，虽然买进的价格相当划算，也取得一些价廉物美的机器设备与不动产，几乎可以说是半买半送的，但即使我们再怎么努力，整个决策事后证明依然是个错误。因为就算我们再努力，旧的问题好不容易才解决，新的状况又冒出来。"（摘自巴菲特 1979 年致股东的信）

显然，各种尝试和努力最后失败了，这促使巴菲特产生了新的思考：

"最后在经过多次惨痛的教训之后，我们得到的结论是，所谓将有'转机'（Turn-arounds）的公司，最后显然少有成功的案例，所以与其把时间与精力花在购买廉价的劣质公司上，还不如以合理的价格投资一些优质的好企业。我们原先的理论被证明不可行。"（摘自巴菲特 1979 年致股东的信）

到 1985 年 7 月，经过 20 年的苦心经营，巴菲特最后不得不关闭了纺织业务。据统计，这项业务在 1976 年到 1985 年间的 9 年中，总计产生了 5.3 亿美元的收入，最后有 1000 万美元的亏损。尽管纺织分部拥有肯·莫里森这样足智多谋、精神饱满和想象力丰富的杰出经理，中途采取过多种改进措施，盈利结果还是忽上忽下，进一步，退两步。

自此巴菲特开始从企业商业属性的角度来认识纺织业：

"这种对股东来说毁灭性的结果，说明大量的脑力和精力，在错误的前提下会出现什么样的结果，这种情况使人想到了塞廖尔·约翰逊的马：'一个能数到 10 的马是杰出的马——但不是杰出的数学家。'类似的，一家能在行业有效分配资产的纺织品公司是杰出的纺织品公司——但不是杰出公司。"（摘自巴菲特 1985 年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 价格的恶性竞争——商品化产业商业属性的共同特征

为什么对人类社会如此重要的汽车业、航空业和纺织业当面对它的投资者的投资回报时却出现赔本赚吆喝的局面呢？巴菲特终于彻底明白了，这是该类产业商品型产品价格恶性竞争的商业属性使然：

> "一般来说，若企业处在产业面临供给过剩且为产品一般商品化的情形时，便极有可能发生获利警讯，若客户不在乎其所采用的产品或服务由谁提供，成本与价格由完全竞争来决定，如此，产业铁定面临悲惨的下场，这也是为什么所有厂商皆努力强调并建立本身产品或服务的差异性，这种做法在糖果有用（消费者会指明品牌）而砂糖却没有用（难道你听过有人会说：'我的咖啡要加奶精和某某牌的砂糖'吗?)。在许多产业就是无法做到差异化，对大部分生产销售已完全商品化的公司来说，不可避免的结局是，持续的产能过剩无法控制价格滑落导致获利不佳，当然产能过剩会因产能缩减或需求增加而自我调整，而不幸的是这种修正的过程却是缓慢而痛苦的，当产业好不容易面临反弹时，却又是一窝蜂全面扩张的开始，不到几年又必须面对先前的窘况。"（摘自巴菲特1982年致股东的信）

这是巴菲特股东信中第一次开始系统总结一般商品型价格竞争产品企业的商业属性特点，我们从中得到的启发要点是：

（1）产品有大量生产者，实际生产能力过剩。

（2）产品无差异化，类似的替代产品多。有些产品根本就无法差异化，如砂糖。

（3）由于价格竞争产品呈明显的低利润特征，资产的收益率低，净资产收益率低于10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）产品的品牌意义不大，差异性小，顾客选择该类产品主要看价格高低。

（5）收益几乎完全依赖管理层有效利用公司的资产，如工厂、设备，而不是无形的专利、品牌及商标。

（6）这类企业受经济景气度影响很大，经济上升期尚有一定的利润，一旦经济不景气，便处于亏损的边缘。

（7）当开始有利润时，一窝蜂似的产能扩展使行业的景气仅维持很短的时间。

投资这种类型的企业，其结果只能是两种：

“在一个没有管制的商品标准化产业，一家公司不是降低成本增加竞争力，就是被迫倒闭关门。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

4. 企业优质商业属性对投资价值的创造

对比那些商品化的价格竞争型企业，巴菲特很早就发现还有另外一类企业本身具有能够产生良好商业回报的优质商业特性，如：

“在某些产业，比如说地方电视台，只要少数的有形资产就能赚取大量的盈余，而这行的资产售价也奇高，账面一块钱的东西可以喊价到10块钱，这反映出其惊人获利能力的身价，虽然价格有点吓人，但那样的产业路子可能反而比较好走。”（摘自巴菲特1979年致股东的信）

这说明，巴菲特在1979年开始认识到，能赚钱的优质资产价格虽高，但总比那些不赚钱的劣质资产强。到1981年，巴菲特终于意识到从企业正面的积极的优质商业属性角度考虑这类企业的赢利状况：

“你买到的那种特别能够适应通货膨胀的公司，通常他们又具备两种属性特征：一是容易去调升价格且不怕会失去市场占有率或销售量；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二是只要增加额外少量的资本支出，便可以使营业额大幅增加。近十几年来，只要符合以上两种条件，虽然这种情况不多，即使是能力普通的经理人也能使这项投资圆满成功。”（摘自巴菲特1981年致股东的信）

巴菲特所讲的两种属性特征：涨价不减销量和不需额外资本支出而可以增加销售额当然是企业良好的优质商业属性。企业所具有的优质商业属性显然对企业的赢利起着正面的积极作用，是一种对经济价值的创造和扩张，当企业的经济价值在不断地创造和扩张时，投资价值自然也就体现出来了。

我们第三章中所讨论的巴菲特发明的“经营特许权”和“经济城堡”的“护城河”理论实际是描述和鉴别企业优质商业属性的理论。

5. 选择优质商业属性的企业是投资成功的前提

自此，巴菲特彻底认识到了企业优质商业属性的极端重要性，并将此作为挑选企业投资的重要依据：

“从我自己的经验和对其他公司的观察中，我得出结论：良好的投资回报记录，与其说因为你多有效率，倒不如说是因为你上了哪条船。如果你发现自己在一艘长期漏水的船上，那么，造一艘新船要比补漏船有效得多。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

最终，巴菲特转向于具有优质商业属性的企业，远离那些商业属性差的企业：

“在波克希尔，我们从来没有妄想要从一堆不成气候的公司中，挑出幸运儿，我们自认没有这种超能力，这点我们绝对有自知之明，相反，我们试着遵循2600年来既有的古老伊索寓言，耐心研究某些树丛里到底有多少鸟儿，以及它们出现的时机。当然我们永远没有办法精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准地预估一家公司每年现金流入与流出的状况，所以我们试着用比较保守的角度去估算，同时将重心锁定在那些不会让股东错估情势的公司上头。”（摘自巴菲特2000年致股东的信）

什么样的企业不会让股东错估情势？自然是那些具有优质商业属性的企业。

6. 有稳定优质商业属性的企业可长久赚钱

自此，巴菲特的投资特别钟情于那些有稳定优质商业特质的企业：

“在做任何一个购买决策时，我们寻找的是那种能够确认拥有强大竞争优势达10年或20年以上的公司，快速变迁的产业或许能提供让人一夕之间大发横财的机会，但也消除了我们想要的稳定性。”（摘自巴菲特1996年致股东的信）

什么样的企业具备稳定的商业特质呢？快看巴菲特的见解：

“经验显示，能够创造盈余新高的企业，现在做生意的方式通常与其5年前甚至10年前没有多大的差异，当然管理层绝对不能够太过自满，因为企业总有不断的机会可以改善本身的服务、产品线、制造能力等等，且绝对必须要好好把握，不过一家公司若是为了改变而改变，反而可能增加犯错的机会，讲的更深入一点，在一块动荡不安的土地之上，是不太可能建造一座固若金汤的城堡，而具有这样稳定特质的企业却是持续创造高获利的关键。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

到了1996年，巴菲特还在讲同样的见解，只不过讲得更形象和生动了：

“身为投资人，我们对于热门流行产业的态度就好像参加太空探险项目一样，对于这种勇敢的行为我们举双手喝彩，但我们宁愿不亲自参与！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

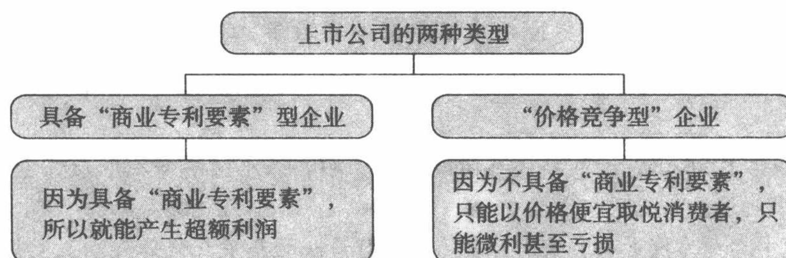


当然所有的产业都会变化，在今日喜斯糖果的经营形态与我们当初在1972年买下这家公司时又有很大的不同，喜斯提供了更多样的糖果，生产设备与销售通路也大不相同，不过人们为什么要购买盒装巧克力的动机，与购买盒装巧克力又为什么一定要选择喜斯的原因，自从喜斯在1920年由喜太太家族创立以来就从来没有变过，而我想这原因在往后20年，乃至于50年都不会有所改变。”（摘自巴菲特1996年致股东的信）

这段话以喜斯糖果公司为例，讲解了企业稳定的优质商业特质的正确概念，不是指产品式样、卖店装饰、销售通路等那些表面的东西，而是指消费者的购买动机，以及产品对消费者的喜爱心理侵占等深层次东西。只有那些生产了对消费者产生喜爱心理侵占的产品的企业，才算拥有了稳定的商业优质属性特质。

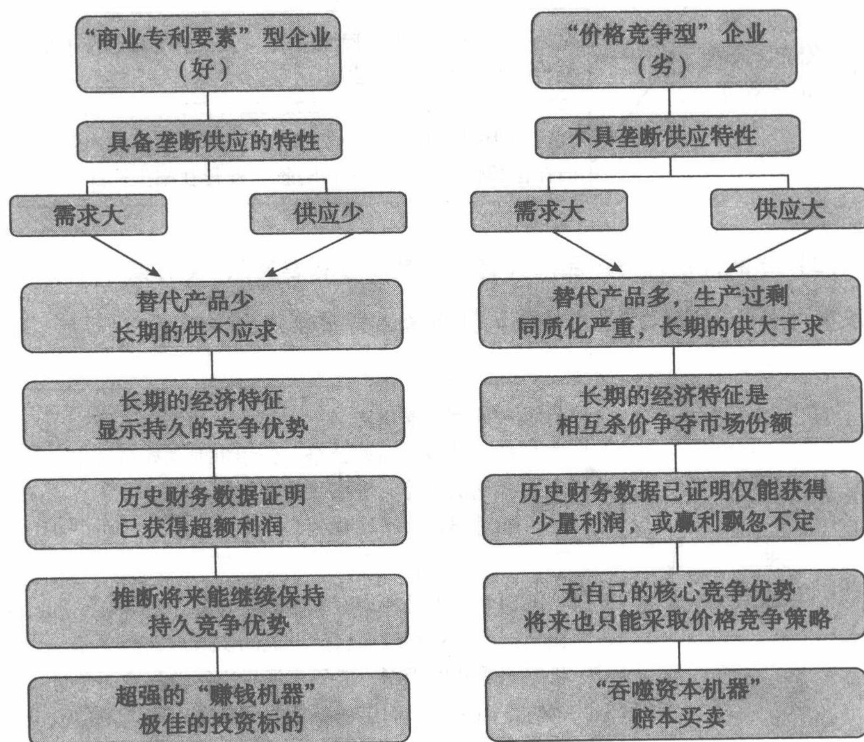
7. 我自己对企业不同商业属性的理解和解释

既然两类企业的命运差异这么大，那么识别企业商业属性是优质还是劣质将变的非常重要。为了更好地理解和识别上市公司的长期业务属性和长期经济特征，我也用自己理解的语言将上市公司分成两种类型：一种称具备“商业专利要素型”（自然是优质商业属性）企业；一种称“价格竞争型”（自然是劣质商业属性）企业，图示如下：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两种不同类型的企业所形成的长期业务属性和长期经济特征区别图示如下：



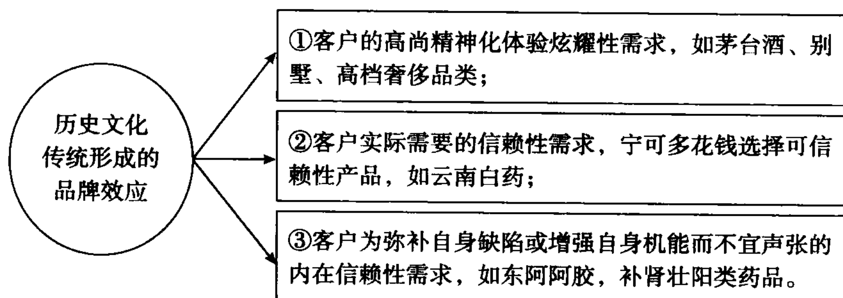
对“商业专利要素”的进一步分析——什么样的优质商业属性可形成企业的“商业专利要素”呢?

（1）历史文化传统所形成的品牌效应所具有的“商业专利要素”，其中又分三种小类型，图示如下：

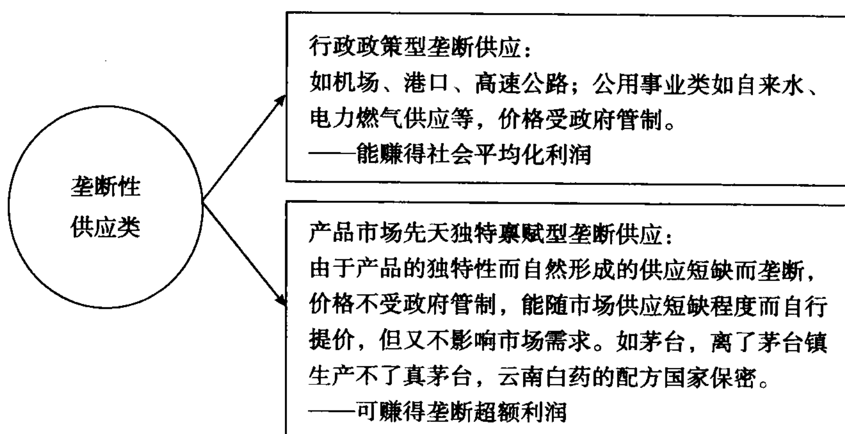
（2）稀缺的资源类产品所具有的“商业专利要素”：其商业专利的程度在于其稀缺的程度，如黄金企业好过钢铁企业，钾肥企业国内的供应自给率仅30%，70%依赖进口，而氮肥企业国内的生产完全可以满足国内的需求，所以钾肥企业的“商业专利要素”远远高于氮肥企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





（3）垄断性供应类产品所具有的“商业专利要素”，又分两个小类：行政政策型垄断供应和产品市场先天独特禀赋型垄断供应，图示如下：



（4）人不能我能的能力技术优势所具有的“商业专利要素”：如微软 Windows 系统、万科的团队管理优势、烟台万华的 MDI 制造专利等；

（5）苏宁电器式集中化“过桥收费”型新商业模式所具有的“商业专利要素”。

这么一解释，你是不是就会感觉到了企业优质商业属性实际是既能看得见，又能摸得着的东西了呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、面向“商道逻辑”

商道逻辑系指符合企业经营规律的商业之道，商业规律和商业逻辑，不难理解，符合商业情理的投资必定依赖于商道逻辑。

价值投资的开山鼻祖，巴菲特的最重要老师格雷厄姆的一个最重要的思想是：把买股票当成买企业。巴菲特很好地继承了老师的这一重要理念：

> “或许你以为我们持有的股票是根据线型图、营业员的建议或是公司近期的获利消息来进行买卖，其实查理跟我本人根本就不理会这些，而是以企业所有权人的角度看事情，这是非常大的区别，事实上，这正是我几十年来投资行为的精髓所在，打从我19岁时，读到格雷厄姆的《聪明的投资者》(The Intelligent Investor）之后，我便茅塞顿开。”（摘自巴菲特2004年致股东的信）

巴菲特承认，正是格雷厄姆老师从企业角度看投资的理念使自己在19岁时顿开茅塞，走入了投资的正途，并以自己的投资成就证明，那确是他坚持了几十年的投资精髓所在。

对此，我们应该想明白其中的道理：当我们真正从商业经营角度做投资时，必定要考虑企业做的是什么生意，产品受不受欢迎，赚钱多不多，未来3年或5年后能不能赚的更多等这些商业逻辑的事情。反过来讲，如果我们不从商业角度看投资，而是从价格波动角度看投资，注重的必定是市场情绪的变化和各种小道消息，很容易步入追涨杀跌的行列，实际所做的是价格的赌博，当然赌博也可以碰巧赢上几回，但长期的结果注定是投资失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"短期投资等于就即将发生的事情进行赌博，如果你运用大量的资金进行短期投资，有可能血本无归，如果一样东西的售价是它真实价值的两倍，什么可以阻止它上升10倍呢？你也有可能是正确的，但是也许到时候你也只能在救济院里向别人解释。"（摘自巴菲特1993年在哥伦比亚大学商学院的演讲）

当我们真正想明白这些道理后，就会坚信巴菲特40多年的成功经验，坚定地站到价值投资而不是赌博投机的队列里来。

那么，巴菲特教给了我们哪些应该遵循的商业之道和商业逻辑呢？

1. 集中投资简单易懂的好企业

巴菲特的股东信中，显而易见地表明了他的集中投资简单易懂有竞争力好企业的道理和逻辑：

"今天假设我的投资天地仅限于比如说奥马哈地区的私人企业，那么首先我们仔细地评估每家企业长期的竞争力，第二我会再评估经营者的特质，之后再以合理的价格买进一小部份的股权，既然我不可能雨露均沾地去买镇上所有公司的股权，那么为什么波克希尔在面对全美国一大堆上市公司时，就要采取不同的态度？也因为要找到好的企业并加上好的经理人是如此的困难，那么为什么我们要抛弃那些已经被证明过的优质投资对象呢（通常我喜欢把它们称作厉害角色）？我们的座右铭是如果你第一次成功了，那就不要费力再去试别的了。著名经济学家凯恩斯，他的投资绩效跟他的理论思想一样杰出，在1934年8月15日曾经写了一封信给生意伙伴Scott说，'随着时光的流逝，我越来越相信正确的投资方式是将大部分的资金投入在自己认为了解且相信的企业之上，而不是将资金分散到自己不懂且没有特别信心的一大堆公司'，每个人的知识与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经验一定有其限度，就我本身而言，很难同时有两三家以上的公司可以让我感到完全的放心。”（摘自巴菲特 1991 年致股东的信）

信念坚持的基础是了解，如果你能对一个企业的生意赚钱模式看得明白，了解得透，并能确知其核心竞争能力，知道与其他类似企业相比的优势所在，坚守这个股票就是理所当然，正确又理智的做法。这正是巴菲特多年屡试不爽，在股东信中一再强调的。

但实际投资中也会碰到一些股票别人都说好，好得简直天花乱坠，各种股评人士都在大力推荐，但我们自己看这个企业的商业模式有点看不懂，赢利前景根本不靠谱的情况，其股价的不断上升在不断诱惑着我们，这时候该怎么办呢？我想我们还是牢记巴菲特的告诫：

“投资人必须谨记，你的投资成绩并非像奥运跳水比赛的方式评分，难度高低并不重要，你正确地投资一家简单易懂而竞争力持续的公司所得到的回报，与你辛苦地分析一家变量不断、复杂难懂的公司可以说是不相上下。”（摘自巴菲特 1994 年致股东的信）

对于那些让我们看不懂的商业鼓噪，不是在诱骗我们上当，就是挖好商业陷阱让我们跳。对待诱骗的最好办法就是，看不懂不投，看准了多投。

2. 商业模式好，生意自然好

没有可靠的商业赢利模式，哪来可靠的盈利？没有可靠的盈利，怎会有可靠的股价升值？商业传奇故事的背后，是商业价值规律在起决定性作用。所以巴菲特强调：

“我们寻找的生意，是在一个稳定行业中具有商业模式优势。如果整个经济大环境带动了该行业的景气，这当然很好，但即使没有整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济结构性的增长，这样的生意依然值得拥有。我们需要做的只是坐享其成并用这些收益并购其他地方相似的生意即可。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

商业模式是一个企业在长期的商业竞争中逐渐形成的，如果企业具有了商业模式的优势，它也必然在市场中形成了自己的竞争优势，这正是本企业的核心竞争力之所在，是价值投资者应着力看重的。所以巴菲特告诉我们需要做的只是坐享企业商业模式优势的成功。

但我们还需要明白的是，商业模式优势是企业在长期的商业竞争环境中形成的竞争优势的集合体，不是单一方面的优势。巴菲特以梅奥诊所的实例特别告诉我们，单一方面的优势往往不是企业真正的优势：

“但是，如果一个生意要依靠一位超级明星才能产生好成效，那这个生意本身不会被认为是好生意。一家在你们地区首席脑外科医生领导下的医疗合伙公司，可能有着令人高兴的可观的、不断增长的利润，但这对于它的将来并不意味着任何东西。随着外科医生的离去，合伙公司的‘壁垒’也一起消失。然而，你却可以肯定梅奥诊所（Mayo Clinic）（美国最好的连锁医院之一）的成功将会一直持续下去，虽然你根本不知道它的CEO叫什么名字。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

这段告诫不由得使我们想起A股市场，个别的民营上市企业，确实是在一个强有力的领导者领导下发展壮大的。本来，一个企业有一个强有力的领导者是好事，但如果企业的发展过度依赖于单一的领导者，长期来看未必是好事，领导者的一个犯错就有可能使企业翻船。因此，只有依赖于综合因素的商业模式优势，才是企业真正的优势，这一点请你务必想清楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 企业好，我就好

投资需要关注的是企业的长远发展，企业有了良好的未来赢利能力，就必然有良好的股价回报。每个投资者都怀着投资致富的梦想，但致富梦想的实现一定要寄托在正确的方法上：

“要想游得快，借助潮汐的力量要比单纯用手划水效果好得多。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

投资致富的潮汐就是企业不断增加的赢利能力，如果你还对此理念不坚定，还半信半疑，请接着看巴菲特所讲的波克希尔股东累积财富的唯一方式：

“身为一位投资人，大家其实只要以合理的价格买进一些很容易了解且其盈余在未来5到10年内会大幅成长的企业的部分股权，当然一段时间下来，你会发现只有少数几家公司符合这样的标准，所以要是你真的找到这样的公司，那就一定要买进足够分量的股权，在这期间，你必须尽量避免自己受到外界诱惑而偏离这个准则，如果你不打算持有一家公司股份10年以上，那最好连10分钟你都不要持有，在慢慢找到这样盈余加总能持续累积的投资组合后，你就会发现其市值也会跟着稳定增加。虽然我们很少承认，但这正是波克希尔股东累积财富的唯一方式。”（摘自巴菲特1996年致股东的信）

虽然我们坚信企业的盈利累加能促使股价市值的上涨，但实际投资实践中，确实碰到市场有很多时候处于不理性状态，股价并不反映企业真正的赢利能力水平，这时候容易引起价值投资理念的动摇，怎么办？让我们还是遵从巴菲特股东信中的话吧：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“只要市场回复理性，市价终究会反映公司累积盈余的能力，有时甚至超过买进后累积的盈余，这等于是在你本来已经很好吃的蛋糕上多加了一点糖霜呢。”（摘自巴菲特1980年致股东的信）

4. 避开那些把前景描绘得天花乱坠但商业模式无法确定的公司

无论在美国市场还是A股市场，总有层出不穷的新概念，新题材把一些公司的前景捧上了天，说出了花，不由得使人心动不已。但一按商业常识去评估这些企业的赢利模式，便有一种无根之基、无本之末的感觉。怎样对待这种诱惑？巴菲特在1989年的股东信里系统总结了前25年投资经历的经验教训，很值得我们借鉴：

“另外还学到一个教训，在经历25年企业管理与经营各种不同事业的岁月之后，查理跟我还是没能学会如何去解决难题，不过我们倒学会如何去避免他们，在这点我们倒做得相当成功，我们专挑那种一尺的低栏，而避免碰到七尺的跳高。不管是在经营企业或是投资，通常坚持在容易理解的好公司会比死守在有问题的公司要来得好，当然有时困难的问题也有被解决的机会，像是我们刚开始在经营水牛城报纸一样，或是有时一家好公司也会有暂时的难关，像是以前美国运通与GEICO都曾经一度发生状况，不过总的来说，我们尽量做到回避妖龙，而不是冒险去屠龙。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

巴菲特教会我们，对于那些令人看不明白商业模式的所谓好公司，简单有效的策略是：躲开它。不理它就不可能上当，非常高明的做法。怪不得2000年左右的网络股泡沫破裂，有多少英雄好汉的财富灰飞烟灭，而巴菲特却分毫不损，不得不令人感叹，正确的投资理念对财富的增减是多么的重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们对‘持续性’的评判标准，使我们排除了许多处在发展迅速且变化不断行业里的公司。虽然资本主义的‘创造性破坏’对于社会发展很有利，但它排除了投资的确定性。一道需要不断重复开挖的护城河，最后根本就等于没有护城河。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

既然有些公司看得懂，另一些看不懂，那就把精力放到看得懂的企业上。

“当然有许多产业，连查理或我都无法判断到底我们在玩的是宠物玩具还是芭比娃娃，甚至在花了许多年时间努力的研究这些产业之后，我们还是无法解决这个问题，有时是因为我们本身智慧上的缺陷，阻碍了我们对事情的了解，有时则是因为产业特性的关系，例如对于一家随时都必须面临快速变迁技术的公司来说，我们根本就无法对其长期的竞争力做出任何的评断，人类在30年前，是否就能预知现在电视制造或计算机产业的演进，当然不能，就算是大部分钻研于这方面领域的投资人与企业经理人也没有办法，那么为什么查理跟我要觉得应该要有去预测某些产业快速变迁前景的能力呢？我们宁愿挑些简单一点的，一个人坐舒服就好了，为什么还要费事去捡稻草里的针呢？”（摘自巴菲特1993年致股东的信）

在现实的投资世界中，一般是好企业的商业模式透明而好理解，而劣质企业没有一个明确的商业模式，但它们却喜欢吹牛，迷惑投资者，所以应该避开那些把前景描绘的天花乱坠但商业模式无法确定的公司。既然有好理解的公司在那摆着，干吗还要费力去看那些难以置信的蛊惑呢？

5. 商道逻辑确保优质企业有可预测的未来

在选对了企业，了解了企业各种有优势的商业要素后，能够确认企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



确实具备长期的商业竞争力，并能够控制风险的情况下，最后考虑的因素就是追求企业可预测的未来。对此，巴菲特是这样以实例的方式教导我们的：

“在买进股票时我们同样也追求可预测的未来，以可口可乐来说，可口可乐产品所代表的热情与想象在总裁古崔塔的带领下升华到极点，此举为公司股东创造出可观的价值，古崔塔从头到尾重新塑造公司的每一部分，不过这家公司的本质——可口可乐强力的竞争优势与主导性，多年来却从未改变。像可口可乐与吉列这类的公司应该可以被归类为‘永恒的持股’，分析师对于这些公司在未来一二十年饮料或刮胡刀市场的预测可能会有些许的不同，而我们所说的永恒并不意味这些公司可以不必继续贯彻在制造、配销、包装与产品创新上的努力，只是就算是最没有概念的观察家或甚至是其最主要的竞争对手，也不得不承认可口可乐与吉列，在终其一生的投资生涯，仍将在其各自的领域中独领风骚，甚至于他们的优势还有可能会继续增强，过去 10 年来，两家公司原有的极大市场占有率又扩大许多，而所有的迹象显示，在往后的 10 年间，他们还会继续以此态势扩大版图。当然，比起一些具爆发性高科技或新创的事业来说，这些被永恒持股公司的成长力略显不足，但与其两鸟在林，还不如一鸟在手。”（摘自巴菲特 1996 年致股东的信）

在有商业逻辑依托的确定性中慢速成长和不确定的概念性爆发式成长的选择中，巴菲特毫不犹豫地选择了前者，并论述了自己的逻辑。你可能会说，巴菲特保守了。但 2000 年左右的网络股泡沫破裂的教训，终究证明了巴菲特的正确和伟大。让我们还是相信巴菲特长久确定性赚钱的商业逻辑吧：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“问题不在于过去的方法在以后会不管用，相反的，我们认为我们的成功方程式——那就是以合理的价格买进具有产业竞争优势同时由诚实有才干的管理层经营的做法，在往后同样能够获得令人满意的结果，我们预估应该可以继续保持这种好成绩。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

四、面向“股东价值”

通俗地讲，投资的本质是拿作为本钱的资本以投资企业为媒介去赢取经济回报的过程，这个过程的关键是从股东的角度看企业的价值——也就是股东价值。

1. 真正重要的是股东价值

在A股市场1500多家上市公司中，我们不可能都投资，总希望挑选出几家给我们能够带来最大回报价值的公司。巴菲特告诫我们真正重要的价值是：

“我们从不用单纯的规模增长来衡量公司的绩效，而是以每股价值的成长来衡量。然而真正重要的还是股东的实质内在价值——这个数字代表组合我们企业集团所有子公司合理的价值，根据精准的远见，这个数字可由企业未来预计的现金流量（包含流进与流出），并以现行的利率予以折现，不管是马鞭的制造公司或是通讯电话的从业者都可以在同等的地位上，据以评估其经济价值。”（摘自巴菲特1989年致股东的信）

无论是什么类型的公司，判断其经济价值时都是以其未来经营活动所能产生的现金流的折现值来衡量的股东实质内在价值——简称股东价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 股东价值的含义

这里巴菲特明确提出衡量企业价值成长的标准不是规模增长，而最重要的是使公司的股东实质（内在）价值得到成长：

> “我们将股东价值定义为一家企业在其生涯中所能产生现金流量的折现值，任何人在计算股东价值都必须特别注意未来现金流量的修正与利率的变动都会影响到最后计算出来的结果，虽然模糊难辨，但股东价值却是最重要的，也是唯一能够作为评估投资标的与企业的合理方法。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

请仔细体会股东价值的概念和内涵，当然也可翻译成内在价值，这是真正从股东的角度来理解的企业价值。因为作为投资者的我们，追求的是回报，企业未来的现金流——构成股东价值的基础，才有可能给投资者带来回报。

有人说一个股票跌破了净资产便凸显了投资价值，这话不完全对，如果这个跌破了净资产的股票未来带不来正的现金流，它就没有股东投资价值，只能说明它现在股价跌破了净资产（投入成本）。赔本的买卖当然要蚀本钱，2009年2月份的美国通用汽车公司还在亏损，股价远远低于净资产，但因为前景不明朗，还是没有投资价值。

3. 巴菲特最注重股东价值

通读股东信，巴菲特最注重的就是股东实质价值，对其他类型的价值说法基本不在意：

> “我们宁愿要盖可保险（GEICO）的企业股东价值增加X倍而股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌，也不要公司股东价值减半而股价高涨，以 GEICO 这个例子，乃至于我们所有的投资，我们看的是公司本质的表现而非其股价的表现，如果我们对公司的看法正确，市场终将还它一个公道。”（摘自巴菲特 1984 年致股东的信）

你看，巴菲特把企业短期的股价表现都让位于股东价值的增加，这种判断投资价值的清晰头脑和正确标准值得我们思考，企业股东价值的增加与否是根本，股价只是外在表现，并最终跟随股东价值，我们应该把精力放在根本上还是放在外在表现上，相信有了巴菲特这段话的启示，我们可以知道什么是正确的选择了吧。

在 1991 年 8 月 19 日《商业周刊》发表的文章上，巴菲特表达了类似的观点：

“对我来讲，重要的是公司能提供股东什么，我不喜欢概念，我只对价值感兴趣。”（摘自 1991 年巴菲特《商业周刊》文章）

在媒体采访《巴菲特的 23 个投资秘诀》中，当被问到“哪些股票是最值得买入的”问题时，巴菲特的回答是：

“利润和未来利润的前景决定了股票的价值。我们喜欢那种资本投入能产生高收益并且很可能持续产生高收益的股票。我们买入可口可乐公司的股票时，它的市盈率大约是 23 倍。用我们的买入价和现在的收益比，市盈率只有 5 倍了。购买高利润公司的股票实际上是对通货膨胀的对冲。高利润公司信用评级很高，但它对债务资本的需求却相对较少。那些获利能力较差的公司最需要资金，却得不到足够资金的支持。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



低债务、高收益的高利润公司的利润额及其利润的赢利前景决定了股票的价值，这种价值是从股东回报的角度来说的。

4. 以股东价值把握投资的大方向

股东价值意味着企业的赢利能力，但市场所反映的股价有时并不与企业盈利水平相一致，这时候投资者应该采取什么态度呢？

"从 1991 年到 1993 年，可口可乐与吉列刮胡刀每股获利的增加幅度分别为 38% 与 37%，但是同期股票市价的涨幅却只有 11% 与 6%，换句话说，两公司的表现超越股票市场，主要原因还在于华尔街对于品牌有很深的疑虑，但是不管怎样，真正重要的还是这些公司本身的获利情况，如果他们经营顺利，波克希尔也就跟着水涨船高，虽然不是依照一步步稳定的方式前进。"（摘自巴菲特 1993 年致股东的信）

这时候需要投资者坚信，虽然股价有时并不与企业赢利状况成一一对应的关系，但企业的高赢利最后必定反映到股价上。巴菲特一直坚信这个原理，不在乎自己公司市场股价的波动，而只在乎自己公司的经营净值每年以 20% 以上的速度长期的复合增长：

"这是一个高难度的目标，不过也希望大家能够继续支持我们，在过去我们常常批评有些管理阶层总是先把箭射出去后再画上靶心，不管这箭射得有多歪，因此关于这点我们宁愿先标出靶心，然后再瞄准目标射箭。如果我们想要命中靶心，那么我们绝对需要有能以合理价格买到杰出公司与股份的市场，不过对我们来说，现在市场上的情况并不理想，当然这种情况随时都有可能会改变，与此同时，我们也会尽量避免手上闲钱太多而去做那些浪费工夫的蠢事，若方向不对，再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎么努力冲刺也是白费力气。”（摘自巴菲特1993年致股东的信）

所以，投资的大方向千万不能有错，大方向错了，一切就要白搭。

内在价值是真正的站在股东角度评估的企业价值，所以也可以称为股东价值。尽管巴菲特不忽视企业其他价值的平衡，但最重视的还是它的股东价值。

每年的股东信里，巴菲特几乎都要提到企业的股东价值问题，即使在2002年的股东信中谈改选董事会的事务时，也念念不忘股东权益：

“截至目前，我们的董事会监督的是一家以股东权益为主要导向的企业集团，并一直以股东手册68～74页所揭示的经营原则（这也是我一向督促新进股东必读的资料）持续运作中，而我们的目标也是找到同样关心这类原则的新任董事。”（摘自巴菲特2002年致股东的信）

总之，巴菲特处处强调的是投资那些以股东权益为主要导向的优质企业，并以企业所创造的股东价值作为衡量投资价值的最重要标准。

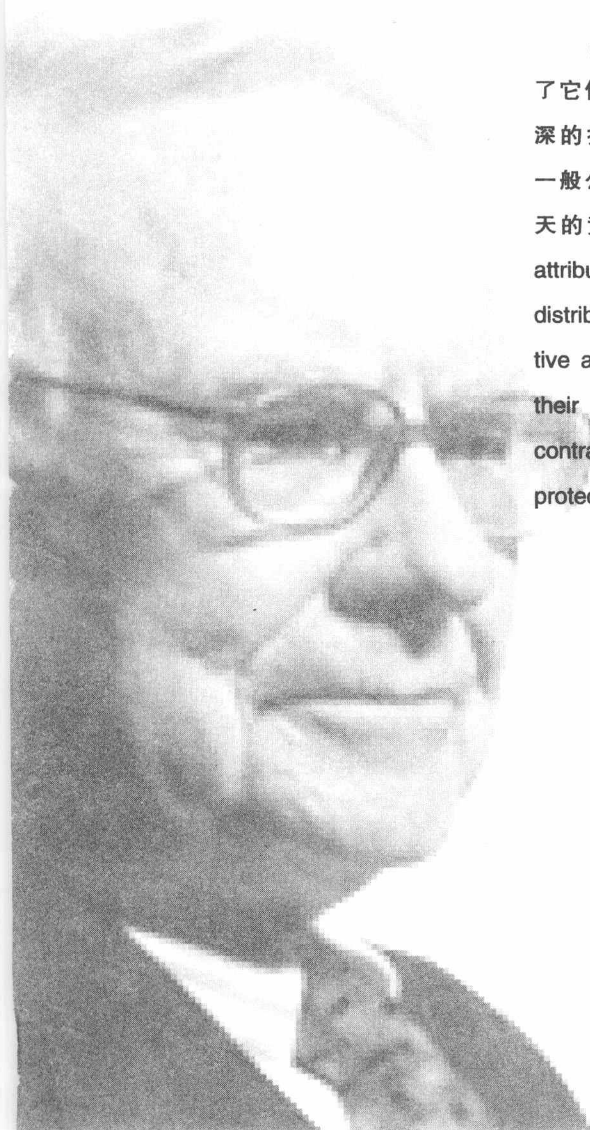
但我还要强调的是，股东价值的高资本回报率可以计算出来，变成客观数字，而良好的企业优质商业属性和商道逻辑以及由此而来的企业竞争力优势的判断是主观对客观的认识，不能客观数字化，而这种对企业竞争力优势的主观判断力恰恰是衡量投资者投资能力的关键所在。有因才有果，竞争力优势是因，高资本回报率的股东价值是果，两者应前后反复验证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　伟大企业的生意特征

THE 5ST CHAPTER：The Business Features of the Great Company



品牌的力量、产品的特质与分销通路的优势给了它们超强的竞争优势，就像在四周挖出了又宽又深的护城河来保卫它们的经济城堡。相对应的是，一般公司却是在没有这种保护手段的情况下面临每天的竞争战。(The might of their brand names，the attributes of their products，and the strength of their distribution systems give them an enormous competitive advantage，setting up a protective moat around their economic castles.The average company，in contrast，does battle daily without any such means of protection.)

——摘自巴菲特 1993 年致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 伟大企业的生意特征

THE 5ST CHAPTER: The Business Features of the Great Company

在资本市场上市的所有企业中，实际是品类杂陈，好坏兼有，鱼龙混杂。但通过前几章的分析，我们已经完全明白，投资伟大企业是一种最优化的策略。所以巴菲特告诉股东们说：

> “我们宁愿拥有天然钻石的一小部分，也不要100%的人工钻石，而我们所投资的那些伟大公司堪称为天然的稀有宝石。股票价格仍会持续波动，然而就长期而言，我们相信所拥有的这类杰出企业的价值很有可能还会继续以稳定的速度成长。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

巴菲特把资本市场的一般企业比作人工钻石，一抓一大把，谈不上有多大价值，更谈不上有多珍贵。而那一小部分的伟大企业，就像难得的天然稀有宝石那样，弥足珍奇，随着时间的推移，价值越来越大。拥有这样的企业，你所拥有的经济价值将随着时间的步伐得以稳定地增加。

既然如此，下面我们所需要采取的行动，就是确定伟大企业的衡量标准，了解它们的生意特征，熟悉它们的商业逻辑，明确它们的准确定义，设法在1500多家A股上市公司中把伟大企业挑选出来以合理价格买入持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一、巴菲特对伟大企业的衡量标准

我们知道，产业号称有360行，行业之间的产业特征并不相同，甚至区别甚大，行行有自己的特点，正所谓“360行，行行有特点”。在所有行业中能挑选出伟大企业其实并不容易。首先需要确定的是，衡量伟大企业的标准是什么?

查现代汉语词典，标准一词的含义是：衡量事物的准则。认识所有的行业特性本已不易，要在所有行业中制定出衡量其中伟大企业的标准，这本身就更是一个不容易的题目，但若要搞好投资，这个题目又无可回避，投资者必须做出自己的回答。

1. 巴菲特的成功依赖于自己的高标准

巴菲特首先给自己制定了投资的高标准，并一贯对这个标准坚持不懈：

> “我们一直会坚持让我们成功的方法，绝对不会放宽原有的标准。棒球专家 Ted Williams 在一个故事中写道：‘我个人的看法是如果你想成为一个优秀的打击者的话，首先你得先相中一颗好球来打，这是教科书里的第一课，如果强迫自己在不中意的球带挥棒，我绝对无法成为打击率3成4的强打者，而可能变成2成5的普通球员’。查理跟我都很同意这样的看法，所以我们宁愿静静地等待好球儿滑进我们喜欢的好球带。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

美国是一个棒球运动盛行的国家，国民多对棒球运动喜爱有加，巴菲特以打棒球的比赛为例，强调在最有利情况下的打中率，并以此来隐喻投资，无非想说明这样的道理：一般化的企业只能使你的投资成绩一般化，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而寻求伟大的企业才是投资应该坚持的高标准。高标准才可能带来大成功。

2. 用“量化”及“质化”的双重因素衡量伟大企业

说句实话，投资者平时习惯把伟大企业挂在嘴边，但真要你说出伟大企业特征的时候方觉伟大企业在心目中并不是那么清晰可辨，甚至很模糊，真正说起衡量伟大企业的标准来感觉更不是那么容易。为便于说明问题，我们把衡量伟大企业的标准用“量化”及“质化”的双重因素来分别说明，还是看下面股神巴菲特是如何用“量化”及“质化”的因素来衡量伟大企业的吧。

3. 警惕量化的东西使人滑向“烟蒂型投资”

沃伦·巴菲特于1998年10月15日在美国佛罗里达大学给学生演讲时，有一个学生问到了这样的问题：“在你购买公司的分析过程里，哪些东西是质化的，哪些东西是量化的?”巴菲特是这样回答的：

> “最好的买卖里，从数字的角度来讲，几乎都要告诉你不要买。你可能对那套‘雪茄烟蒂’式的廉价思维已经根深蒂固。我曾经拥有一个风力发电公司，如同‘雪茄烟蒂’一般廉价，我们买得也很便宜，只相当于公司流动资金的三分之一的价钱。我们确实赚了钱，但是这种收益是不可复制的，更像是一次性的买卖。你可不想做那样的事情，但我经历了那样一个阶段，在那个阶段里，我还买过出租车公司等等一些廉价生意。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

巴菲特从企业量化的东西谈起，但按照他自己的已有经验，好生意一般显得贵，而觉得便宜的生意其品质就没有那么好了。这符合常理。量化的东西容易使人滑向贪便宜的“烟蒂型投资”，因为比较价格时，购买人自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然地会将买价与公司的净资产作比较，但净资产只代表一个企业的账面价值，或者说是已投入的成本。而真正衡量企业实质价值的是未来的赢利能力，而赢利能力恰恰不能量化衡量，需要质化的东西来描述。

4. 质化的东西更能体现企业的实质价值——未来赢利能力

但质化的东西对投资者来说，也有另外一个更大的问题，你怎么准确地确定不同类型企业的那个“质化的东西”？对此，巴菲特的说法是：

> “谈到质化的东西，我可能在接到电话的那一刻就能感受到了。几乎我们买的所有企业，只需要10分钟，15分钟的分析。我今年买了飞安飞机租赁公司，主要做拥有小型飞机一部分所有权的生意。在我买之前，我亲身体会了它们的服务，我也看到了这些年它们的迅速发展。在购买交易发生之前，我拿到了它们的经营数据。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

按巴菲特的说法，企业质化的东西似乎很简单，简单到不用超过一刻钟时间的分析，甚至一分钟都不需要，只需要一瞬间，在接到电话的那一刻就能感受到了。看到这里，你是不是感觉巴菲特的说法有那么一点玄乎呢？

说实话，当我乍一看到巴菲特的这种说法，第一感觉就是巴菲特不严肃，在瞎说。但我细一琢磨，又感觉巴菲特的说法在理。怎么讲？同样的一段话第一感觉和细琢磨后的感觉咋差距那么大呢？你想啊，企业质化的东西是什么，实际就是这个生意的本身属性，特征。如果你是一个有经验的商人的话，对方一张口，你就会对他所做的生意性质、赢利状况及前景等情况判断个八九不离十，根本用不了很长时间。我们做个假设，如果对方说不清楚他在做什么生意，要么他的生意模式不成熟，要么他在有意识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐瞒什么，要么他在故意骗你，这样的生意值得你去关注吗？这么一想，巴菲特老爷子的生意直觉简直是超人一等啊。

5. 对质化东西的判断要靠能力圈和生意直觉

由此，巴菲特有了下面成熟的经验供你借鉴：

“如果你不能马上足够理解这个生意，即使你花上一二个月，情况也不见得会有多少改观。你必须对你可能理解的和不能理解的有个切身体会，你必须对你的能力范围有个准确的认知。范围的大小无关大局，重要的是那个范围里的东西。哪怕在那个范围里只有成千上万家上市公司里的 30 个公司，只要有那 30 家，你就没问题。你所做的就应当是深入了解这 30 家公司的业务，你根本不需要去了解和学习其他的东西。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

巴菲特的经验强调，不能使你马上明白是怎么一回事的生意，你再花很长时间也不见得就能明白是怎么一回事。遇到这种情况，不谦虚地说，这个企业的生意模式不成熟，根本就没有形成稳定的赢利模式，不靠谱；谦虚地说，这个生意超出了我的理解范围，我搞不懂，没法判断其赢利情况及前景，也不能正确估值，买卖点无法把握，不能投资。这实际上就是著名的“能力圈”理论的真谛。

当然，为了不错过真正有潜力的投资机会，避免由于我们的少知或无知错过上好的投资机会，我们需要加强学习和调查研究，努力尽可能大地扩大自己的生意判断能力圈。巴菲特正是这样脚踏实地早就在做这样的事情：

“在我早年的时候，我做了大量功课来熟悉生意上的事情。我们走出去，采取所谓‘抹黄油’的方式，去与企业的用户谈，与企业以前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的雇员谈，与企业的供应商谈，与我们能找到的每一个人谈。通过这种手段，你很快会发现谁是业界最好的企业。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

从这些细节描述的语言里，我们可以清楚地得出结论，巴菲特老先生在早期曾为熟悉生意的细节而下过实实在在的苦功夫。怪不得他现在仅凭对方的电话在瞬间就能决定是不是好生意，原来他早是个练家子，现在功夫已练到家了，不用再一招一式地动用早期所使的三脚猫的外在招式，仅凭内功心诀默念几下便知对方几斤几两了。我们这些普通投资者如果想尽快提高自己的投资功力，就应该像巴菲特的早期那样，先练好对企业调查研究的硬功夫，然后升华到在 15 分钟内就能给企业定性的地步，这可是真功夫啊，你想要成功就应该练，必须练。

6. 对企业生意“质化因素”及“量化因素”的理解和定义

我的理解，巴菲特对投资的内功心法，实际就是对任何“有价值生意”的“质化因素”的定性直觉及“量化因素”恰当的定量判断能力，它值得我们下苦功修炼到底。

有点遗憾的是，巴菲特老先生的文献里并没有对企业生意的“质化因素”及“量化因素”下过明确的定义，只不过是提到了这些名词。为了读者理解方便，我斗胆根据我的理解提出它们的定义：

生意的“质化因素”指本生意的商业特性，赢利模式特征，竞争力优势及符合商业逻辑的长期经营前景的展望等因素，可以对企业生意的好坏进行定性，让人能够意识到这个生意的本质是好生意还是差生意，所以是“质化”的因素。

而生意的“量化因素”则是指本生意的经营数据及赢利财务指标如股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东权益报酬率、毛利率、净利率、自由现金流等财务指标，可以依据这些指标对企业的价值进行定量，好生意好到什么程度，差生意差到什么程度，所以是“量化”的因素。

“质化因素”及“量化因素”的结合才能正确地对生意做出估值和前景展望，单一因素的估值都会有失偏颇。

让我们再回顾一下前面一段巴菲特谈论的飞安飞机租赁公司 Executive Jet，首先巴菲特比较详细地用了很多词句来描述该公司的生意形态——主要做拥有小型飞机一部分所有权的生意，这主要指该生意的“质化因素”，以“质化因素”来判断该生意是否值得去做。在得到值得做的肯定答案后，再去考虑生意的“量化因素”，看价格是否合适，所以，巴菲特末了说的是“在购买交易发生之前，我拿到了它们的经营数据”。

7. 用“质化因素”判断是否值得买；用“量化因素”衡量价格是否合适

巴菲特给早期合伙人的信中曾谈到选股和估值问题，其中的一句经典是：

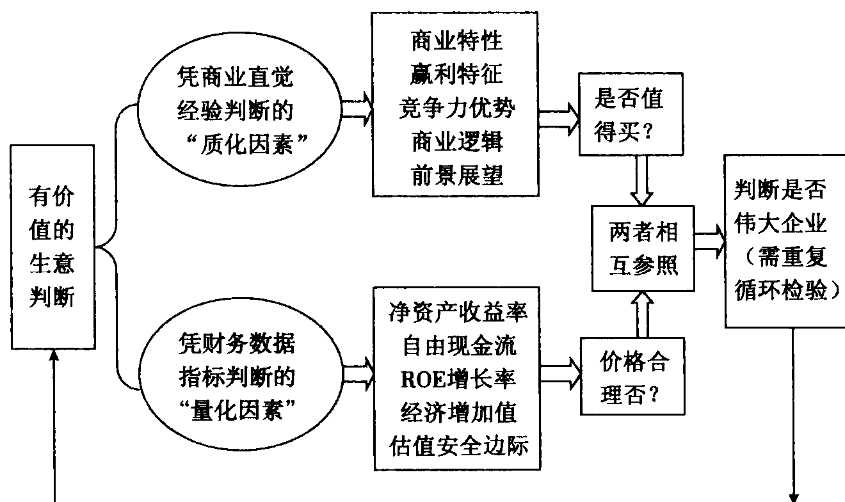
“赚大钱的投资机会通常来源于正确的定性决策，但更多确定无疑的利润则来自于那些正确的定量决策。”（摘自巴菲特 1967 年致股东的信）

这句经典的妙处在于，巴菲特早在 1967 年就开始使用质化指标先给生意定性，好生意自然能够赚大钱；为确保买的时机正确，再用量化指标来给生意定量，自然又能够获得确定无疑的利润。换句话说，既要保证能买到好生意，又要保证在合适的时机以便宜的价格买，两方面的有利因素都占尽了，你说高明不高明？

因此，我们可以得出巴菲特购买生意的思维逻辑是，用生意的“质化因素”来判断该生意是否值得去买；用“量化因素”来衡量购买该生意的价格是否合适。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 为便于理解和记忆，我将巴菲特投资伟大企业的思维逻辑总结图示如下：



巴菲特购买企业生意的思维逻辑图

二、伟大企业的生意特征和赢利模式

为了对伟大企业做更深刻的理解，有必要对伟大企业的生意特征，赢利模式和商业逻辑进行进一步的探讨。

特征一词，按字典的解释是：可以作为事物特点的征象和标志，那么生意特征指的是这个生意特点的征象和标志。而模式一词的字典解释是：某种事物的标准形式或样式，则赢利模式可以解释为这个生意赢利的标准形式或样式。所以我们可以把伟大企业的生意特征和赢利模式表面理解为伟大企业这个生意特点的征象和标志以及它赢利的标准形式或样式。但这样的表面理解显然对在一堆沙金混杂的企业中挑选出明珠型的伟大企业帮助不大，需要另辟蹊径深入挖掘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秉承前面的思路，本章将从伟大企业的“质化因素”和“量化因素”两个方面对其生意特征和赢利模式作详细描述。

（一）伟大企业的生意具有长期持续稳定的竞争优势特征

1. 巴菲特喜欢具有长期竞争优势的生意类型

巴菲特既喜欢企业所具有的竞争优势特性，更喜欢竞争优势特性的长期稳定性，在 1987 年的股东信中表达了这一观点：

“经验显示，能够创造盈余新高的企业，现在做生意的方式通常与其 5 年前甚至 10 年前没有多大的差异，讲得更深入一点，在一块动荡不安的土地之上，是不太可能建造一座固若金汤的城堡，而具有这样稳定特质的企业却是持续创造高获利的关键。”（摘自巴菲特 1987 年致股东的信）

巴菲特相信，哪些能够持续创造高获利的企业，必定拥有稳定的商业特质，变来变去的企业，不具备稳定的商业特质，也就不会创造持续的高获利。这是商业逻辑所决定的，所以巴菲特对伟大生意的成熟经验是，伟大的企业存在于具有长期竞争优势的稳定成长的企业中。

这个原理似乎人人皆知，但你怎么能够做到判断正确而不出错呢？这是问题的关键。判断一个生意是否具有长期竞争优势的商业特质，牵涉到一个人的商业经验、商业素养和商业洞察力，说起来容易做起来实际上并不那么简单。这属于从“质化因素”来认识和理解伟大企业生意特征的范畴，不容易讲透彻，为便于我们的认识和理解，还是从下面的实例详细谈起吧。

2. 可口可乐的生意特征和商业模式

我们还是看巴菲特对这一话题的见解。巴菲特于 1998 年 10 月 15 日在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国佛罗里达大学演讲时，学生提了个问题是："可口可乐最近发布了对未来季度调低赢利预期的消息。你对可口可乐并没有因为在美国之外的许多问题，包括亚洲经济危机造成的负面影响而撒谎怎么看?"巴菲特的回答中以可口可乐为例隐含了对生意特征和商业模式话题的解释：

"我很喜欢他们（的诚实）。事实上，在未来20年，可口可乐在国际上的市场增长要比在美国国内好得多。在美国国内的人均消费量会增长，但在别的国家的增长会快得多。人们在全世界的范围内高效地工作，他们会发现换取一罐可乐（巴菲特举起手中的可乐罐），就占他们每天所获得的劳动报酬的比例而言，实在是一笔很好的生意。实际上，我是一天五罐（笑）。相对于人们不断增长的购买力而言，可乐实际上在年复一年地变得越来越便宜。"（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

当初的可口可乐定价，除美国外，对某些发展中国家来说相对地显得贵了点。我记得我自己第一次喝可口可乐是在1980年上大学期间在北京的王府井逛大街时，当时的一小瓶一块钱，相对于收入水平来说很贵，但经不住可口可乐名声的诱惑买了一瓶尝了尝。原来相对的高价格对可口可乐的销售规模当然不利，但随着各发展中国家收入水平的提高，可口可乐的价格并没有涨，相对性的变得越来越便宜，反而是可口可乐持续稳定地增长的潜力所在，能使其销售规模越来越大：

"在全世界的200多个国家里，这个有着100多年历史的产品的人均消费量每年都在增长。它霸占着饮料市场，真的是难以置信。有一件事人们可能不懂，但却使这个产品有着数以百亿元的价值的简单事实就是可乐没有味觉记忆。你可以在9点、11点、下午3点、5点喝上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一罐，5点时你喝的味道和你一早上9点喝的味道一样好。其他的饮料如甜苏打水、橙汁、啤酒都做不到这一点，它们对味道有着味觉麻木累积作用，重复的饮用会使你厌烦。但是可乐就没有味觉累积。这意味着，人们每天都可以消费很多次可乐，而不是其他的饮料，所以你得到的就是可乐之难以企及的人均消费量。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

巴菲特揭示了可口可乐与其他任何种类的饮料不同的另外一个秘密——没有味觉记忆，如果你喜欢，喝着是享受，你可以无限制地重复这种享受。这将导致这个生意的长期受欢迎和持续地增长。累积起来，其消耗量将不可思议：

“在今天，全世界范围内可乐的日销售量超过800亿盎司。这个数目还在年复一年地增长。增长还体现在无论是以国家计还是人均计的消费量上。目前的亚洲经济危机（指1998年），短期来讲对可乐消费确实有消极的影响，但这不是一个大不了的问题。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

因此，可口可乐自身所具有的令人喜欢的特性，越来越便宜的特性，消费量越来越大的特性将形成可口可乐的生意特征，其业务模式将遵循商业逻辑的内在规律而发展变化。

3. 企业好的生意模式是价值创造和赚钱的根本

巴菲特接着以可口可乐公司为例做进一步说明：

“可口可乐公司于1919年上市，那时的价格是40美元左右。一年后，股价降了50%，只有19美元。看起来那是一场灾难。瓶装问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



糖料涨价，你总能发现这样那样的原因让你觉得那不是一个合适的买入时机。一些年之后，又发生了大萧条，第二次世界大战，核武器竞赛等。总是有原因让你不买。如果你在一开始 40 块钱买了一股，然后你把派发的红利进行再投资，一直到现在，那股可乐股票的价值是 500 万。这个事实压倒了一切。如果你看对了生意赢利模式，你就会赚很多钱。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

看起来，遵循商业逻辑的生意赢利模式是压倒一切的，什么力量也挡不住商业逻辑的内在力量，在看准生意模式的商业逻辑的前提下，其他外围因素都可以忽略不计了：

“切入点的时机是很难把握的。所以，如果我拥有的是一个绝佳的生意，我丝毫不会为某一个事件的发生，或者它对未来一年的影响等等而担忧。一个杰出的企业可以预计到将来可能会发生什么，但不一定会准确到何时会发生。重心需要放在‘什么’上面，而不是‘何时’上。如果对‘什么’的判断是正确的，那么对‘何时’大可不必过虑。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

这充分说明，在投资问题上，最值得信赖和依靠的是生意特性，生意模式和商业逻辑，在此基础上选定伟大企业最重要，而耍小聪明的选择并不可靠。这就是巴菲特的经验之谈，这就是巴菲特对我们的告诫。

4. 同为伟大公司的宝洁（P&G）和可口可乐公司有什么区别

为进一步加深对伟大企业的生意特征和商业逻辑的理解，我们再分析一下巴菲特对问题“你如何区分宝洁（P&G）和可口可乐公司”是怎样回答的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"P&G是一个很好的公司，有着很强的行销网络，旗下有很多名牌等等。如果你告诉我，我要离开20年，这期间我们家族的资产都放在了P&G上面，我不会感到不高兴的。P&G是我5%的选择之一。但我对可口可乐公司的单位增长率，定价能力更看好些。我不确信这个涨幅会有多大，但是我确信一定会增长。我不认为P&G的主要产品有可乐这样的统治力和消费量增长率，但是P&G依旧是好公司。即使我可能会更中意其他一些公司，但是那样的公司凤毛麟角。"（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

说到宝洁（Procter & Gamble，简称P&G）公司，你有可能不熟悉，但要一提它在日用消费领域的多种产品，个个都是如雷贯耳，大名鼎鼎，如牙膏的佳洁士，化妆品的玉兰油，洗发水的飘柔、海飞丝，香皂的舒肤佳等，巴菲特喜欢的吉列刀片，后来也被该公司收购，纳入旗下。该公司将产品品牌多样化，宣传的重点是多个独立的产品品牌，而不是公司品牌。产品的强势当然会带来公司赢利的强势，巴菲特本人对宝洁（P&G）公司的前景持非常肯定的态度，把它归为5%以内小范围选择的好公司。但相比较而言，巴菲特更看好可口可乐，认为可口可乐将来的定价能力更强，增长潜力更大。

5. 伟大企业生意的长期竞争力优势特征

2006年5月6日在波克希尔·哈萨维的股东大会上，因可口可乐股价在高位回落，又有股东问到巴菲特如何看待可口可乐前景的问题。巴菲特说：

"可口可乐是一家神奇的公司，它在全世界售出的各类产品超过210亿件，并且销量每年都在提高。这是真正伟大的企业，每年，它在全球液体饮料消费量中的占有率就会提高少许百分点。可口可乐拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



50～60亿美元有形资产，赚取同等数量的税前利润，固定资产回报率达到100%的大公司可并不多。这只股票曾经被荒谬的高估，但是你们不能因此而责备CEO。你们可以挑我的刺，因为我没有在50倍PE时出售股票。我期待从今往后10年时间中能够一直持有它。”（摘自巴菲特2006年股东大会问答录）

这段讲话反映出巴菲特主要看重可口可乐的两个特点，一是高回报率，按固定资产计算回报率达到100%；二是在这样的高回报率下，每年的市场占有率还在逐渐提高，显示出强大的市场竞争力。在这种前提下，一时的市场高估是卖好还是不卖好？持有10年又何妨呢？

2005年，宝洁（P&G）宣布购并Gillette（吉列），因波克希尔是吉列大股东，一些股东担心Gillette（吉列）的前景而求教巴菲特，对此，巴菲特说：

“很明显Procter & Gamble（宝洁）提供各式各样出色的消费产品，Gillette（吉列）在它所处的领域同样也是一如既往的倍受青睐，比如它的刀片和刀架产品。零售商越来越专业，并注重建立自己的品牌，因此生产商和零售商之间的抗争会继续下去。不管我处在哪一边，我都想要通过扩大规模来强化自身力量。鉴于Wal-mart（沃尔玛）和Costco（好买多）零售商在全球范围的影响，我认为Procter & Gamble和Gillette作为统一的整体会更加强大。”（摘自巴菲特2006年股东大会问答录）

巴菲特的意见是，强势的零售商对生产商有产品价格的压制作用，宝洁（P&G）是提供各式各样出色消费产品的有竞争力的公司，Gillette（吉列）是在刀片的专有领域有竞争力的公司，两者合并在整体上既提高了各自的规模竞争力，又能在与零售商的合作中增加砝码，强强联手，双赢效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应，竞争力显然都比原来增加了。

（二）伟大企业“产品的自我营销”特征

这也属于从“质化因素”来认识和理解伟大企业生意特征的话题。

随着生产能力和劳动生产率的提高，现代商业社会的产品更新换代，越来越丰富多彩，由此却使现代社会自然产生了一个负作用——产品需要人力促销。

但我现在想讲的却不是“产品的人力促销”问题，而是来自“产品本身的自我营销”问题。产品本身是“死”的，它怎么能够做到自我的营销呢？这么说，是头脑发热说胡话吧？

先别着急，听我解释。我要说，我没有头脑发热，也没有说胡话。“产品本身的自我营销”确实是新颖的看待产品性能的视角，伟大的企业背后必定存在一个能够以本身性能达到自我营销的伟大产品。

所以，能够通过本身的良好性能而能达到自我营销的产品是一个伟大的产品，伟大的产品才能产生伟大的企业。

伟大企业是和拥有良好性能而能达到自我营销的伟大产品分不开的，研究伟大企业，不能离开伟大产品，而研究伟大产品，又要从产品的良好性能谈起。反过来说，产品的优良性能产生伟大产品，伟大产品产生伟大企业。研究伟大企业要先从研究产品的优良性能谈起。

这个思路似乎以前没有被人们注重过，我没看过别人对此做过专门的论述，所以我要多谈一些，我也是在投资界的伟人巴菲特先生的启发下所想到的。

1. 麦当劳与可口可乐产品的自我营销特征及其不同点

沃伦·巴菲特于1998年10月15日在美国佛罗里达大学对MBA学生作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



演讲时，有个学生问的问题是“麦当劳20年的前景将会如何”，巴菲特的回答涉及对三大产品麦当劳、可口可乐和吉列刀片的看法，其新颖的商业视角和商业思维也暴露无遗，对我们极具启发意义：

> “麦当劳的情况，许多因素都起作用，特别是海外的因素。麦当劳在海外的处境比在美国国内要强势一些。但这个生意随着时间的推移，会变得越来越难。人们，那些等着派发礼物的孩子除外，不愿每天都吃麦当劳。
>
> 喝可乐的人，今天喝五罐，明天可能还会喝五罐，快餐业比这要艰难得多。但是，如果你一定要在快餐业里，世界范围里这个行业规模是巨大的，选择一家的话，你还是会选麦当劳，它有着最好的定位。虽然对小孩子是美味，对成人而言它却不是最好吃的。近来，它进入了用降价来促销的领域，而不是靠产品本身来销售。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

巴菲特的高见是，麦当劳的生意会随着时间的推移，变得越来越难，原因是人们不愿每天都吃麦当劳。请注意这里的用词是“不愿”而不是“不想”，两者的词义有别。差异在哪儿呢？

我们知道，随着生活水平的提高，人们越来越讲究吃的健康，不但要吃得好，还要吃得健康，这是生活的潮流和趋势。麦当劳的味道以及它的干净、快捷给人们留下了良好印象。但该产品的高脂肪、低蔬菜的配比不符合健康食品潮流，使消费者不敢多吃，客观上限制了麦当劳生意的扩大。由于美国的生活水平高于其他发展中国家，所以巴菲特说麦当劳美国海外的生意要好于美国国内。

可口可乐就与麦当劳有所不同，今天喝五罐，明天还可以喝五罐，没有健康问题的约束。在这一点上，显然可口可乐的生意要好过麦当劳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且，我尤其要大家注意巴菲特这段话中的最后一句："靠产品本身来销售"。这句话的意思是，顾客消费了某种产品后，该产品的性能极对顾客的胃口，一下子便喜欢上该产品，由于喜欢该产品，而重复多次地消费该产品，该产品的良好性能便带来了本产品的进一步扩大的销售，这应该是"产品自我营销"的本意。

2. "产品自我营销"概念的明确定义

因此我们现在可以对"产品自我营销"的概念作一个明确的定义：很好地满足或超出消费者需求期望的高性能产品和服务，能吸引消费者主动多次反复的消费，构成了本产品的"自我营销力"。

例如麦当劳的口味小孩子很喜欢，而且还故意设计一些不值钱的小玩意儿当礼物给小孩子派发，名曰免费，实际消费到一定数额后才免费，并定期改变种类。小孩子喜欢这些小玩意，不定期地会督促家长带他去麦当劳领取这些变着花样的小玩意，当然还要消费一定数额的麦当劳食品。

麦当劳还专就过生日的小朋友开辟生日区，送上生日特别小礼物，使小朋友一到生日来临时就督促家长带他去麦当劳。这实际上达到了"靠产品本身来销售"的目的，也就是我开头所说的靠产品本身的自我营销而非依赖于人力促销，尽管发放小礼物有人为促销的意味，但客观上又达到了产品自我营销的效果。

另外，麦当劳还安排专人对较小的孩子询问是不是第一次来，如果是第一次来，专门给小朋友送上较好的小礼物以加深孩子的好印象。

我记得我的孩子在刚过 1 周岁学会说话不久时带他去了一次麦当劳，服务小姐看孩子小，问是否第一次来，在得到肯定的回答后，服务小姐拿来小礼物给孩子，看得出孩子非常兴奋。当我几天后坐着车抱着孩子经过麦当劳餐厅的道路时，可能是麦当劳餐厅的醒目标志勾起了孩子的记忆，竟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然听他说："麦当劳，麦当劳。"我很惊讶，要知道，那时他刚会喊爸爸妈妈，其他的话还没说过呢。

这就是产品自我营销的力量。麦当劳的小礼物似乎是促销，但对孩子来说，为得到小礼物督促家长带他去，实际变成了产品的自我营销。

3. 产品的自我营销特征是确定伟大企业的线索

如果你喜欢了可口可乐的味道，你就会喝了还想喝，今天喝五罐，明天还可以喝五罐，这就是"靠产品本身来销售"的产品，是可以进行自我营销的产品。这也是巴菲特最喜欢的生意类型，所以他接着说：

> "我个人更中意那些靠产品本身就卖钱的公司。在这一点上，我更喜欢吉列。人们不是因为还有一些附送的小礼品而买 Mark 3。在本质上，吉列的产品更强势些。Berkshire 拥有很多吉列的股票。当你想到几十亿的男人脸上每天每夜长出的胡子，更好的是，还有女人的两条腿，你晚上的睡眠一定会很香甜。那才是你要的生意。"（摘自巴菲特1998 年在佛罗里达大学的演讲）

巴菲特的意思很明确，因为世界上几十亿的男人脸上每天每夜长出的胡子都需要刮，所以吉列刮胡刀的生意差不了，并且，巴菲特还说道："更好的是，还有女人的两条腿"。不光男性，爱美的女性也需要使用吉列产品。所以吉列公司就成了最典型的靠产品本身就卖钱的公司，这是你应该要的全世界最好的生意。

因此，企业有没有靠产品本身就卖钱或具有自我营销功能的伟大产品，是能否成其为伟大的关键因素。所以，巴菲特告诉我们的是，寻找伟大企业先从发现伟大产品开始：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我偏爱那些独立的产品，不需要做降价促销这些噱头来让它更有吸引力。虽然你可以用那些伎俩来做好生意，比如，麦当劳就是一个非常优秀的企业，但它终究不像可乐那样，像可乐那样的几乎也没有。”（摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲）

看起来，拿靠产品本身就卖钱或具有自我营销功能的伟大产品标准来衡量，巴菲特的意见是，吉列刀片最好，可口可乐次之，麦当劳最差。即使是这样，巴菲特还是在餐饮业领域里推荐了麦当劳。

若按这个伟大产品的定义，目前A股市场哪些产品可以归结为靠产品本身就卖钱或具有自我营销功能的伟大产品呢?

这当然需要你自己的思考。

（三）伟大企业具有较高的股东权益报酬率特征

上面我们用较大篇幅分别以美国和中国的实例论述了伟大企业“质化因素”的生意特征和赢利模式，相信你一定有了鉴别真假伟大企业的能力了，不会再将茅草当禾苗，水晶当钻石了。如果达到了这种效果，你阅读这么长“质化因素”的篇幅所花的精力就没有白费，因为做事情应该是：“先做对的事情，再说把事情做好”（Do right things，Do things right.），这也是著名的一句英语谚语。定性的好坏问题解决后，下面该从定量的角度来认识伟大企业“量化因素”的生意特征了。首先我们先讨论伟大企业股东权益报酬率的特征。

股东权益报酬率又称净资产回报率，是巴菲特最为注重的一个财务指标，在股东信中多次提及。

1. 衡量企业运营绩效最合理的指针是“股东权益报酬率”

早在1977年的股东信中，巴菲特就开始明确了本观点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"除非是特殊的情况（比如说负债比例特别高或是账上持有重大资产未予重估），否则我们认为'股东权益报酬率'应该是衡量管理当局表现比较合理的指针。"（摘自巴菲特1977年致股东的信）

在撇开一些特殊因素后，巴菲特把"股东权益报酬率"看成是衡量企业经营管理当局表现比较合理的指针。这个观点告诉我们，单纯的每股利润增加有时候可能诱骗我们上当，我们还需要看每股利润的增加是怎么来的，有没有投入更大的本钱。如果企业新增资本的投入比例大于利润的增加比例，这时的利润增加是没有经济意义的。

为了避免普通投资者上当，在1979年的股东信中，巴菲特更是从短期和长期两个角度提出衡量企业营运成果的标准：

"营运成果，就短期间而言，我们一向认为营业利润除以股东权益所得出的比率，为衡量单一年度经营成果的最佳方式。"（摘自巴菲特1979年致股东的信）

巴菲特告诉我们，就单一年度而言，还是以营业利润与股东权益比值的营业利润率决定企业经营成果的好坏，而不是每股收益绝对额的大小。但在市场上，一些证券分析师和公司管理层确实在利用每股收益绝对额的增加在哄骗投资者，投资者应引起足够的警惕。

而企业长期的运营绩效如何衡量呢？继续看巴菲特的说法：

"而长期绩效，就长期而言，我们则认为公司净利润除以股东权益所得的比率，为衡量永续经营成果的最佳方式，其中额外的资本利得，短期间看起来或许相当特殊，但就长期而言，其对股东利益的影响与日常的营业利益并无太大差别。"（摘自巴菲特1979年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而就长期而言，巴菲特认为净资产收益率决定企业经营的效果，凡是能够增加公司净利润的项目，既包括主营业务的净收益，也包括资本利得的净收益，合在一起的净资产收益率可作为永续经营成果的衡量方式。

2. 以收益率而非绝对额的概念衡量企业经营成果

单一年度也好，长期也好，都请注意衡量经营成果的标准不是收益的绝对额概念，而是收益在多大净资产上（相当于资本投入）取得的比例概念。在较少的资本投入情况下取得的较大收益才算取得了较佳的经营成果。所以巴菲特用波克希尔子公司的运营实例告诫我们说：

“单独这数字本身并不足以说明其特殊性，但若你知道他们利用多少资金就达到这项成果时，你就知道他们是如何地了不起的，事实上这些公司的负债比例都非常的低，去年的利息费用总共加起来也不过只有200万美元，所以合计税前获利1.78亿美元，而账列的历史投资成本竟只有1.75亿美元！”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

这是巴菲特的波克希尔公司1987年合计的经营成果，在1.75亿美元的账面资产上获得1.78亿美元的税前赢利，税前资产收益率达到100%以上。当然，若需要计算税后资产收益率，需要减除税额后计算：

“若把这7家公司视作是单一个体公司，则税后净利约为1亿美元，股东权益投资报酬率更将高达57%，即使财务杠杆再高，你也很难在一般公司看到这种比率，根据《财星》杂志在1986年出版的《投资人手册》，在全美500大制造业与500大服务业中，只有6家公司过去10年的股东权益报酬率超过30%，最高的一家也不过只有40.2%。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特曾把以布太太掌管的家具店为代表的旗下7家子公司称为其集团企业的“七个圣徒”，都是传统的经营产业。“七个圣徒”的业绩在1987年表现不俗，税后的净资产收益率竟然高达57%，超过全美所有上市公司的赢利水平，是名副其实的赢利机器。

3. 较高的净资产收益率意味着企业较强的竞争优势和赢利能力

我们需要明白的是，巴菲特强调高净资产收益率的背后动因，高净资产收益率对企业来说意味着什么，实际意味着企业较强的竞争优势和赢利能力：

> “先前提到《财星》杂志的研究，可以充分支持我的论点，在1977年到1986年间，总计1000家企业中只有25家能够达到连续10年平均股东权益报酬率达到20%，且没有一年低于15%的双重标准，而这些优质企业同时也是股票市场的宠儿，在所有的25家中有24家的表现超越S&P500指数。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

这段股东信实际上向我们透露了美国资本市场从1977年到1986年间，总计1000家上市企业的总体运营效率，连续10年平均股东权益报酬率达到20%的标准，且没有一年低于15%的双重标准的企业仅有25家，占比是2.5%，说明能长期保持的真正的杰出企业是不多见的。这就是为什么我们会时常听到巴菲特抱怨好企业不多，还有一些在假冒的原因所在。

再把巴菲特旗下“七个圣徒”高达57%的税后净资产收益率与《财星》杂志20%标准上榜的25家好企业相比，显然，巴菲特旗下“七个圣徒”的营运效果比《财星》杂志上榜企业还要好。

我个人的经验是，在A股市场可投资企业的股东权益报酬率应大于15%，并且趋势是上升的。如果把10%的股东权益报酬率看作社会平均收益率的话，大于15%的股东权益报酬率意味着高于社会平均收益率的回报，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就意味着企业具有高于社会平均收益率的竞争优势，股东权益报酬率的趋势上升更意味着竞争优势的不断加强，企业正处于快速发展期。所以，较高的股东权益报酬率意味着较大的竞争优势，较大的竞争优势意味着企业具备更有利的发展潜质，这是有严密的商业运营逻辑关系的。

赢利水平高，才能给股东带来高价值。如是上市企业，高的净资产盈利率也会带来股价的上扬。

但在资本市场上，我们需要注意的是，一些经营不善的公司为掩盖其经营的窘境，偏爱玩一些兼并重组的小把戏，将两个公司的财务数据合并到一起，理论上公司的净利润总额增加了，但按合并后的净资产收益率一衡量，却可能是下降了。对这种财务处理要手段的把戏，普通投资者应特别注意，避免上当受骗。

按收益率概念衡量，长期超过20%净资产收益率的公司并不多，这种情况下应该怎么办？巴菲特对此虽有同感，但其一贯坚持的观点是：

> “符合我们标准的公司并不容易发现（每年我们研究上百件的购并案，其中仅有少数能引起我们的兴趣），所以要让我们规模合理稳定扩充的想法并不容易落实，但我们仍将持续多方尝试以保持波克希尔的成长。”（摘自巴菲特1980年致股东的信）

巴菲特的观点是不降低标准。正因为有了这样的高标准坚持，使巴菲特在长期的投资比赛中战胜了市场，最终摘得世界首富的桂冠。

（四）伟大企业是那些“产生现金”而非“消化现金”的公司类型

这是从企业现金流的角度来考查企业的生意特征，也属于从“量化因素”的角度考查。当然，伟大企业的现金流指标特征会和一般企业的现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



流指标特征有很大的不同，我们需要弄明白的是，它们之间的差异在哪里。

巴菲特对企业能否长期持续性地产出现金十分在意：

> “对于购并的对象，我们偏爱那些会‘产生现金’而非‘消化现金’的公司。由于高通货膨胀的影响，越来越多的公司发现它们必须将所赚得的每一块钱再投入才能维持其原有的营运规模，就算这些公司账面数字再好看，除非看到白花花的现金，我们对之仍保持高度警戒。”（摘自巴菲特 1980 年致股东的信）

也许你看到这段话会感到有些不解，企业嘛，是赢利组织，有业务就会有收入，有收入就会有现金流入，怎么还会有只会“消化现金”的公司呢？其实，巴菲特说的本意应该是公司的“自由现金流”问题。

1. “自由现金流”是理解企业“产生现金”还是“消化现金”的钥匙

不知你对企业“自由现金流”的概念是否熟悉，要理解企业的投资价值，理解“自由现金流”概念是一个重要的前提。

“自由现金流”指的是企业在保持长期竞争力前提下的最大资本支出后尚富余的利润现金留存，换句话说，企业为保持长期竞争力需要必要的资本支出，有的企业需要这样的资本支出大，有的需要的少，企业每年的净利润，在减去这样的资本支出后，剩余的才算“自由现金流”，是真正可用于股东分配的真金白银，单纯的净利润不是。所以，简单的公式是：

自由现金流＝年度平均净利润－为保持竞争力的必要资本支出

2. “会计净利润”与“自由现金流”所代表的不同经济意义

我们可以把企业根据会计制度和会计准则核算出的净利润称为“会计净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润"，"会计净利润"与"自由现金流"在衡量企业经营效果时代表了不同的经济学意义。在经济社会的现实中，总有那么一种企业，每年的会计核算可以产生净利润，甚至可以产生数额很大的"会计净利润"，但就是产生不了"自由现金流"，企业要维持生存及竞争力，需要再投入新的资金扩大规模，需要新投入的资金数额甚至大过年度的净利润，需要不断地融资或贷款，这样的企业其"自由现金流"实际为负值，这就成为巴菲特所说的"消化现金"的公司。"自由现金流"为正时，才是真正的"产生现金"的公司。

在 A 股市场我们会发现有一些公司，每年都有净利润，多年从来没有分过红，但又接连不断地再融资，需要不断地新增投入来维持公司的运营，没有新投入就运行不下去，这就是典型的"消化现金"的公司，对此类公司投资者应予以警惕。

3. 正向的"自由现金流"既产生现金又意味着竞争强势

按"自由现金流"概念，我们可以推出以下结论："自由现金流"为负值的公司是"消化现金"的公司，它产生的年度平均净利润比它为保持其竞争力的必要资本支出还少，是商业竞争优势较差的弱势公司；反之，"自由现金流"为正值的公司是"产生现金"的公司，它产生的年度平均净利润比它为保持其竞争力的必要资本支出多，是商业竞争优势较大的强势公司，正值越大竞争优势越大。

如此说来，理所当然地应该投资那些竞争优势较大的"产生现金"的强势公司，巴菲特的说法简直正确无比：

> "我们最希望能透过直接拥有会产生现金且具有稳定的高资本报酬率的各类公司来达到上述目的，否则退而求其次，是由我们的保险子公司在公开市场买进类似公司的部分股权。购并对象的价格与机会，保险公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司资金的需求会决定年度资金的配置。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

巴菲特最希望拥有“产生现金”的高回报公司的全部，但是如果资金少买不了整家企业，买它的部分股权也一样。我们普通投资者资金还没有那么大，就属于买部分股权的情况，但需要以买下整个企业的心态作价值衡量。

4. 产生现金的企业意味着价值创造

巴菲特既是这么说的，也是按这种标准选择企业投资并获取实际回报的，下面的例子做了很好的注脚：

“我们的经营数字代表着三项重要的指针，首先，现在这七家企业的真正价值远高于其账面净值，同样也远高于波克希尔账列的投资成本；第二，因为经营这些事业并不需要太多的资金，所以这些公司利用所赚取的盈余便足以支应本身业务的发展；第三，这些事业都由非常能干的经理人在经营，像是 Blumkins 家族、Heldmans、Chuck Huggins、Stan Lipsey 与 Ralph Schey 皆兼具才干、精力与品格，将旗下事业经营得有声有色。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

巴菲特这段话说的是号称“七个圣徒”的手下7家著名企业，都是不需要再有较大资本的新投入，却能够产生越来越大的资本回报率和越来越多“现金”的好企业。

由此，巴菲特根据自己的实践，得出了下面的结论：

“这些财富之星可能让你大开眼界，首先，相对于本身支付利息的能力，他们所运用的财务杠杆极其有限，一家真正好的公司是不需要借钱的；第二除了有一家是所谓的高科技公司，另外少数几家属于制药业以外，大多数的公司产业相当平凡普通，大部分现在销售的产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或服务与十年前大致相同，这些公司的记录显示，充分运用现有产业地位，或是专注在单一领导的产品品牌之上，通常是创造企业暴利的不二法门。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

巴菲特的结论是，好企业能“生钱”而不需要借钱，投入少，产出多，并且，这些好企业的商业特性简单稳当，商业形态与10年前相比变化不大，10年后料也不会有太大变化，还能够将能“生钱”而不需要借钱的特性继续保持下去，长此以往，能不赚个盆满钵满吗？累计起来将有多大的暴利啊。

5. 老搭档芒格同样鄙视消耗现金的企业

另外顺带说明，巴菲特的老搭档芒格，也持同样的观点。在描述什么是“更好的生意”时，芒格说：

“有两种生意：第一种可以获得12%，而且在年底就可以拿到现金的利润；第二种同样有12%的利润，但是这些钱要全部用于再投资，永远得不到变现。这让我想起了一个销售建筑设备的人——他看着顾客买了新机器后回收的二手机器，说道：‘这是我全部的利润，在我的院子里生锈’。我们憎恨这种生意。”（摘自《“穷查理”的智慧》）

“生锈”的利润将继续锈蚀下去，直到化为尘土，消逝于大地。芒格的举例比喻很巧妙，也很幽默，将一些公司不能产生现金，而只能吞噬现金的特性赤裸裸地刻画出来。联想到一些家电产品的以旧换新的促销方式，把旧的作价买回，卖出新的，不禁使人感慨良多，旧家电成为利润的一部分，卖得出卖不出就另说了。一些行业是不能长期投资的，长期投资的结果就是将你的本钱慢慢地锈蚀掉，使得你永远不能回本。

看得出，在投资的正确理念上，巴菲特和老搭档芒格，可说是穿的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条裤子，走的是相同的路，想的是相同的道理，配合得天衣无缝。

（五）伟大企业是那些没人管理也能赚钱的企业类型

在沃伦·巴菲特访谈录——投资的23个秘诀中，当主持人问到第23个问题“你如何评价好的管理与好的公司”时，巴菲特的回答是：

“我总把自己想象成拥有整个公司。如果管理层也这样想，并依此制定政策，这便是我喜欢的管理层。管理很重要，但好公司更重要。我们的结论是，如果让声名卓著的优秀管理人员来经营行业基本素质不太好的企业，企业的状况不会有多大的改观，很少有例外。我喜欢那种即使没人管理也能赚钱的企业。那才是我想要的企业。”（摘自《巴菲特的23个投资秘诀答案》）

巴菲特显然把好公司商业特性的重要性优先于管理的重要性，他把公司特性是不是“好”放在第一位，然后再说管理的问题。看起来，巴菲特把企业的商业属性和商业特征看得最重要，最喜欢没人管理也能赚钱的企业。而“没人管理也能赚钱的企业”只能用“经济特许权”理论和“经济城堡的护城河”理论来理解。笔者在第三章曾对巴菲特的“经济特许权”理论和“经济城堡的护城河”理论有过专章论述，有兴趣的读者可参见那些论述，此处略而不谈。

三、有比较才有鉴别——巴菲特对伟大企业、良好企业和糟糕企业的定义

在2007年的股东信中，巴菲特拿出很大的篇幅讲解伟大企业（The Great Business），良好企业（The Good Business）和糟糕企业（The Gruesome

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Business）的区别和不同特征，并把对伟大企业的喜爱之情溢于言表：

“让我们看看是什么样的公司最让人兴奋。看这些公司的时候，可以同时讨论一下我们要躲开什么样的公司。拥有一小块儿希望钻石（Hope Diamond）胜过拥有整颗人造水晶。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

巴菲特的理念是不求大，但图好，一小块钻石要比一大块水晶珍贵重要得多。这个理念显然也适合于企业的选择。

1. 伟大企业（The Great Business）的定义和特征

伟大的企业自有自己独特的商业特征：

“一家真正伟大的公司必须有一条又深又宽的‘护城河（moat）’，来保护它的高投资回报。资本动力学决定了竞争对手会不断进攻那些高回报的‘商业城堡’（business castle）。因此，坚固的防御，对于持久的成功来说，至关重要。商业的历史充满了‘罗马蜡烛’（Roman Candles）式的短暂辉煌，那些自我保护措施不足的公司会很快在竞争中败下阵来。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

资本主义的精髓是自由竞争，只要符合法律，竞争就是正当的。巴菲特把资本主义商业之间的正常竞争形象地比喻为竞争对手对高回报的“商业城堡”的进攻，并提出“资本动力学”概念，是对资本主义商业竞争理论的贡献，对于人们理解商业之间的竞争机制是大有裨益的。在商业世界，竞争是正常的，也是激烈的，竞争会使高回报快速瓦解，趋向于平均化，就像罗马帝国一样，曾经辉煌一时，而后迅速衰落。要维持高回报，就要有自己的具有独特商业特性的“护城河”，“护城河”的宽深稳定性决定着高回报的持久性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



商业的一时高回报容易做到，但要一世的高回报就难了，这要看这个生意“护城河”的稳定性是否牢靠了。

巴菲特认为，长期来说，投资者应该选择具有长期竞争优势的伟大生意类型：

> **“我们寻找的生意，是在一个稳定行业中具有长期竞争优势。真正伟大的生意，不但能从有形资产中获得巨大收益，而且在任何持续期内，都不用把收益中很大的一部分进行内部再投资以维持其原有的高回报率。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）**

伟大的企业存在于具有长期竞争优势的稳定行业中，不但收益率高，而且不用再投新资本也能保持这种高收益率。我们将这些伟大企业产生的年度净收益再投资其他高收益的伟大企业，就能够坐享复利的利滚利效应：

> **“让我们看一个理想企业的原型——我们的See's糖果公司。去年See's的销售额为3.83亿美元，税前净收益为8200万美元，运营成本是400万美元。这意味着从1972年到现在，我们只花了3200万美元进行再投资，就完成了这种平稳的规模增长和某种意义上不平凡的财务增长。同时，税前净收益总计已经达到了13.5亿美元。这些净利润的全部，除了那3200万美元，全部被输送到波克希尔。我们用税后的收益来收购其他具有吸引力的企业，就像亚当和夏娃发明了一项产生60亿人口的活动，See's为我们开辟了更多的新财源。圣经的训诫‘要生养众多’在波克希尔得到了认真的履行。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）**

这里巴菲特把See's糖果公司说成是理想企业的原型，我们需要思考的是：为什么？在巴菲特所有的控股子公司中，喜斯糖果公司（See's）是一个规模并不大的小公司（与其他子公司相对而言），每年的净利润绝对数额也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，不到一个亿，在波克希尔2000多亿美元的总资产中所占比例很低，但为什么巴菲特却对See's糖果公司再三嘉许，喜爱有加呢？从绝对利润额的角度说，巴菲特的其他控股子公司，最多的每年可产出净利润几十亿美元，巴菲特反复表扬See's，不怕引起这些公司CEO的嫉妒而埋怨他不公平吗？要知道巴菲特也是管理专家，他最讲公正。对其中的道理，你需要想明白。

其实，巴菲特最讲究的是投入资本的回报比例，而不是绝对额。See's的运营成本很低，仅在当初购买该公司时花了3200万美元的总成本，算是资本的原始投入，在以后的年份里，不再需要新的投入资本，却能够产生逐年递增的利润，累计达到了13.5亿美元。巴菲特再将这些利润购买新的高产出生意，那些新生意又有了新的高产出，成了“驴打滚”式的高产出典型。就像传说中的人类开始时只有一男一女亚当和夏娃，但亚当和夏娃的结合开始繁殖人类，到现在已使地球上有了60亿的人口，有点泛滥成灾了。如果让你原始投资资本的利润也泛滥成灾，低投入、高产出，这不是天大的好事吗？

这实际就是巴菲特投资复利增长的秘密所在，那就怪不得老巴反复强调See's的好处了：

> **“在美国，像See's这样的公司并不多。一个不依靠巨量资金投入就能获得持续增长的公司显然要更好一些。在这方面，可以问问微软和谷歌。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）**

在美国正常的经济生活中，像See's这样没有新增投入就达到生意不断成长的效果，显然是更加突出的好生意。

另外，这段话里巴菲特提到了高科技股微软和谷歌，使我在这句话上停留了很长时间思考，以前的老巴老说自己看不懂高科技股，尤其是微软和网络股，但2007年的巴菲特已经把微软和谷歌列为与传统产业See's类似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的低投入高产出产业，说明巴菲特在2007年以后看懂了微软和谷歌。要知道高科技产业是不容易被弄懂的，尤其是对于老年人更应是如此，这同时说明了75岁高龄的巴菲特学习新知识的能力之强，其能力圈尚在不断地扩大。这个事实使人感慨，巴菲特的成功决非偶然，更是其努力后的一种必然，吾辈之人尚属年轻，更应该不断学习进步，以扩大自己的能力圈。

2. 良好企业（The Good Business）的定义和特征

有比较才能有鉴别，如果你对巴菲特突出赞誉See's的原因还有点不明白，请你接着看下面的比较案例：

> “一个可以称其为‘良好’而绝不是‘伟大’的公司的例子是我们的飞安国际公司（Flight Safety）。这个公司为其股东分发的红利不比我知道的任何一家其他公司少，它同样也拥有其持续竞争优势：不去最好的飞行培训公司就像做手术也要找价钱最低的一样。然而，这样的公司需要把大量的收入拿来进行再投资以维持其增长。2007年的税前利润为2.70亿美元，同1996年相比增加了1.59亿美元，但这是通过追加投资5.09亿美元所取得的，这样的成绩已经很好了，但对于我们来说显然远逊于See's。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

飞安公司的情况是，利润是增加了，但是在有新增投资资本的情况下取得的，不投新资本，公司的商业竞争力就减弱。与不增新资本利润也增长，竞争力也增加的See's相比，好坏立判。由此，巴菲特得到的经验是：

> “所以，从利润产出的大小，我们仅仅可以衡量一个公司是否良好，而不能判断其是否伟大。这种高投入高产出，是大多数公司所面临的情况。例如，我们对公共事业公司的大量投资都是如此。未来十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，我们会从这些业务中赢得不小的回报，但同时也要投入大量资本才能做到这点。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

因此可以得出结论，企业净利润的绝对额大小，衡量的是良好级别；企业净利润与投入资本比较后的回报率大小，衡量的是伟大级别，两者不在一个数量级。

3. 糟糕企业（The Gruesome Business）的定义和特征

有时反面教材的教育意义更大，让我们看巴菲特提供的反面案例：

“现在来看看糟糕的情形。最差的一种公司是那种发展很快并需要大量资本投入来维持其发展，但利润却少得可怜甚至根本赚不到钱的公司。想想航空公司吧，从怀特兄弟时代起，航空公司的持续竞争力就已经开始让人怀疑。实际上，一个有远见的资本家当时如果有机会登上小鹰号，为了他的后继者们好，他应该毫不犹豫把奥威尔打下飞机。从第一架飞机诞生那天开始，航空业对资本的贪得无厌就已经注定了。投资者们把大量的钱投入了这个无底洞，吸引他们的利润却有可能永远拿不到。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

糟糕企业就是那种只有资本投入而产生不了回报的企业，航空公司就是这类企业的典型。

这段话牵扯到了飞机的发明历史。1903年，美国的奥威尔和威尔伯·怀特兄弟俩发明了飞机，并把第一架飞机命名为小鹰号试飞成功。飞机的发明本来是人类历史上的壮举，全世界各国人民靠飞机获得了不同于以往的密切联系，有力地促进了人类社会的文明发展。但看巴菲特的语气，却对飞机恨之入骨，恨不得把奥威尔打下飞机。这当然说得是气话，是指航

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



空业对股东价值的毁灭，对资本只有吞噬而没有产出而言的。

事实上，巴菲特本人非常喜欢飞机，他曾经不顾芒格的坚决反对动用波克希尔的资金购买了私人专机，并在连续两年的股东信中提到此事。芒格认为购买专机太浪费，是不顾股东利益的行为，而一向节俭的巴菲特在1987年的股东信里自我解嘲地解释说："我们的目标是不论如何都要做对波克希尔股东与员工有意义的事，但你可能会问那公司专机又是怎么一回事？嗯！我想有时一个人总会有忘了原则的时候，我买飞机时正好走了神。"芒格认为没必要买专机，巴菲特认为有必要，两人争来争去，最后互相妥协把专机命名为"无可辩解"号。

巴菲特所恨的其实不是飞机本身，而是航空业。航空业从成立之初到现在快一个世纪了，看到的总是资本接连不断的投入，而从来都不能指望回报，对一个资本家来说，就像是慢性扼杀，慢慢地把他所有的资本吞噬掉。巴菲特的这种感觉，有着他切身的体会：

> "而我，很惭愧，也曾经做过这种傻事，那是在1989年，我决定让波克希尔购买美国航空的优先股。支票上的墨迹还没干，这个公司就开始'螺旋式降落'，不久，我们的股票也见不到任何分红。但我们还算幸运，在另一个经济周期，航空业的乐观情绪集中爆发，我们得以抛出所有的股票，而且赚得盆满钵满。接下来的10年里，这家公司遭遇了破产，而且是两次。"（摘自巴菲特2007年致股东的信）

1989年，正是美国航空股票低迷的时候，巴菲特感觉便宜，便买了美国航空的优先股。没成想，以后几年的美国航空亏损累累，巴菲特开始明白航空业吞噬资金无法产出的商业本性，多次找机会脱手美国航空，但都没有成功。到1997年，突然市场对航空业青睐有加，把航空业炒到很高的价位，巴菲特趁机以高价脱手了美国航空的股票，还大赚一笔。那种轻松

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和愉快劲儿，就别提了。卖出后，美国航空业果然不出所料又重新陷入困境。有关巴菲特对美国航空业的心路历程，在1991年的股东信中多有反映，航空业投资是促进巴菲特后期更加成熟，投资技巧更加炉火纯青的重要反面推进力量。

4. 对三类企业的特征总结

最后，巴菲特开始对三类企业的不同商业特征作出总结：

> “总结一下，考虑这三类‘储蓄账户’，伟大的公司支付非常可观的利息，而且会随着时间不断地增长；良好的公司如果你不断增加存款的话，利息也会很具吸引力；最后，糟糕的公司不但利息令人失望，你还要不断地掏钱来维持这种少得可怜的回报……”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

巴菲特是以“储蓄账户”产出利息的三种不同情况形容三种企业的。重要的是对其中的内涵的透彻理解：伟大企业的原始投资能产生令人满意的高回报率，并且，不需再投入，竞争力越来越大，回报率越来越高；良好企业是在有一定新增投入的情况下，还能够产生令人满意的回报率和竞争力；而糟糕企业则完全不同，既需要接连不断的新增投入，又不能产生回报，竞争力也不令人满意。

四、伟大企业的最佳生意模型——律师的赢利模式与维持成本

上面我们已经就伟大企业的生意特征做了一些探讨，最后，在需要总结的时候，我们再分析一下伟大企业的最佳生意模型问题，以便对伟大企业的生意特征形成完整的概念和准确的把握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



让我们还是先看一下来自巴菲特的启发。在2004年波克希尔股东大会上，有股东问到应如何看待通货膨胀的问题，巴菲特是这样表示的：

> “通货膨胀对各个企业的影响并不相同。最好的企业有能力维持实质美元的盈余创造力，而且无需为了成长而必须进行新增资本的投资。像律师这类专业人士能够维持自己的实质美元盈余创造力，而他们的成本——所接受的训练费用，是以过去的金钱所支付的固定沉没成本（sunk fixed cost），他们是能够打败通货膨胀的理想营运模式的典范。”（摘自2004年巴菲特股东大会问答录）

通货膨胀是现代经济社会的客观存在，并影响着净资产收益率，也就是在影响着股东的投资价值，当然要成为投资选择的考量因素，但具体如何考量却涉及经济学回报的学问。因此，我们可以得出如下结论：

1. 最佳的生意模式通过企业所能产生的股东权益报酬率所代表的股东价值及其维持成本来判断。

2. 最理想生意的营运模式典范是律师：收费水平永远能按通货膨胀的物价和社会发展的水平收取，即能够维持自己的实质收益随通货膨胀的升高而提升，但所花的成本——他们所接受的训练，则是以其过去上大学时期的物价水平计价所支付的固定沉没成本。实际就是“高赢利能力，低维持成本”的生意。

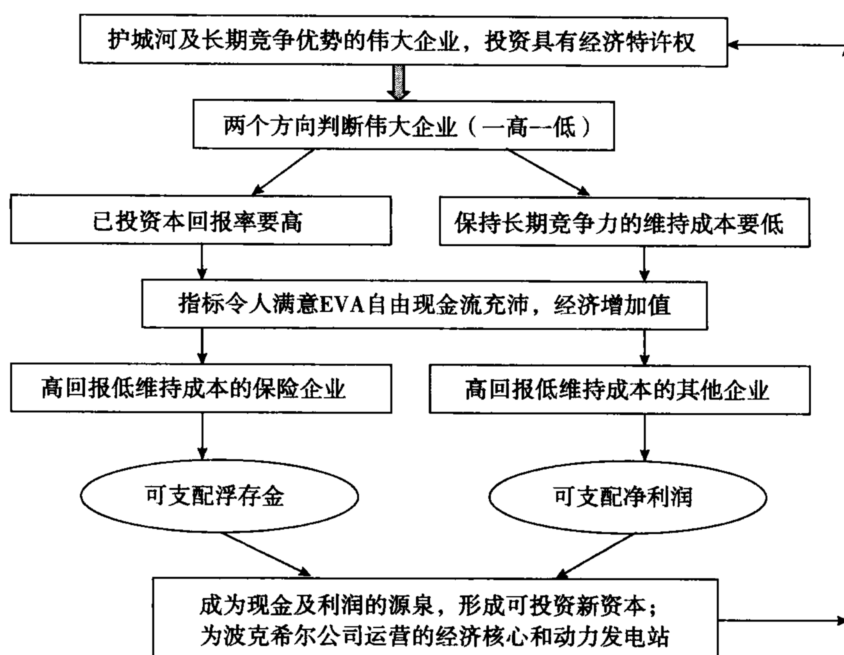
在2009年2月28日发布的2008年度致股东信中，巴菲特有以下的总结性语言，透露着对伟大企业的喜爱和坚持：

> “无论是好年景还是坏时辰，查理和我都简单地紧盯四项目标：1. 维系波克希尔在金融上直布罗陀海峡般的位置。这意味着要有非常良好的资金流动性、适度的即将到期债务、数十个利润与现金的源泉；2. 拓宽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保护我们生意的‘护城河’，这会让我们的企业群中的每一家公司都具备长期竞争优势；3. 收购和发展新的、各种各样的利润之源；4. 扩大和培养优秀的管理团队，使他们能持续为波克希尔创造出非凡价值。”（摘自巴菲特2008年致股东的信）

四项目标实际勾勒出了巴菲特对伟大企业的投资模式。图示如下：



巴菲特对伟大企业的投资模式示意图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

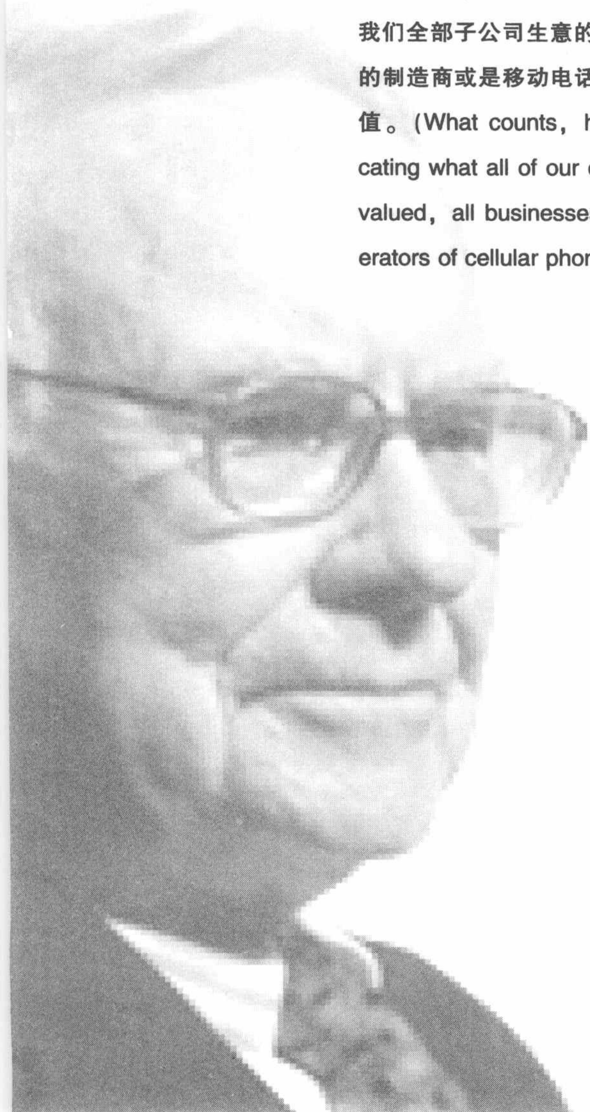
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 伟大企业的价值及其创造

THE 6ST CHAPTER：The Great Business Value & It's Creation

然而，真正算数的还是股东内在（实质）价值——这个数字代表我们全部子公司生意的合理价值水准。所有的生意类型，不管是马鞭的制造商或是移动电话的从业商都可以此为同等标准，评估其经济价值。(What counts，however，is intrinsic value——the figure indicating what all of our constituent businesses are rationally worth. So valued，all businesses，from manufacturers of buggy whips to operators of cellular phones，become economic equals.)

——摘自巴菲特 1989 年致股东的信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有经验的投资者都会明白，对企业投资价值的判断能力是获取投资成功的最重要能力之一，巴菲特正是凭其与众不同而又无与伦比的对企业投资价值的判断能力而登上全世界投资界的翘楚地位的。本章主要讨论的就是如何判断企业投资价值的话题。这个话题看起来容易，其实颇为复杂。为便于讲清楚，我将把巴菲特的伟大思想和我个人的理解过程结合起来穿插描述，请有经验的读者判定正误，指正不足。

一、准确把握不同的企业价值概念内涵

1. 有关企业价值的几个名词

在巴菲特致股东信里，有关企业价值的名词有好几个，如市场价值（Market Value），股东价值（Shareholder Value），内在价值或称实质价值（Intrinsic Value），生意价值（Business Value），账面价值（Book Value），等等。举例来说，在1983年的致股东信里，巴菲特提到账面价值和内在价值的概念，并强调它们含义的不同：

“在现有经营阶层过去19年的任期内，账面价值由19美元增加到975美元，约以22.6%的年复合成长率成长，考虑到我们现有的规模，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未来可能无法支持这么高的成长率，不信的人最好选择去当业务员而非数学家。我们之所以选择账面价值，是因为它是衡量内在价值成长（这是真正重要的）的一种保守但合理的替代方式，它的好处是很容易去计算且不牵涉主观地去衡量内在价值，但仍需强调这两者事实上具有截然不同的意义。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

显然，巴菲特虽把账面价值看成波克希尔公司运营的内在价值的一种保守但合理的替代方式，但认为账面价值和内在价值的含义完全不同。账面价值是按会计通用原则计算的账面结果，而内在价值是企业的未来经营成果折现，涉及主观预测的成分。

其实，不仅在巴菲特致股东信里，即使在我们中国人的日常生活及投资生活中，关于价值的说法和名词也是多义的，这对我们正确理解价值投资的真实含义多少带来一些干扰，有必要去伪存真，对不同的“价值”概念作出区别。

2. 对企业价值判断的不同概念

为避免含义混淆，我们可以把价值的不同概念分为三类，分别是价值的一般概念，价值的商品劳动量概念和价值的投资回报概念。

我们最熟悉的价值的一般概念是指“用途”、“益处”或“积极作用”等含义，一般我们说这本书很有价值，指的是这本书能给我们带来的益处和指导作用。

价值的商品劳动量概念则来自共产党所信仰的马克思的《资本论》。马克思是从人类通过劳动生产出商品，彼此之间通过生产商品所需付出劳动的价值量进行等价交换，从而满足了自己不同的需求角度来论述价值的，这就是著名的“劳动价值论”：商品的价值是由生产商品的社会必要劳动时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的劳动量决定的，或理解为商品的价值由社会平均的人类劳动量来决定。

而价值的投资回报概念则是对价值的商品劳动量概念站在股东立场上对企业所产生的经济效益的一种考察。如果价值的商品劳动量概念有助于我们理解不同企业的劳动生产率和经营效率，以及不同企业间为什么会存在工资差别、利润差别和经济效益的差别，那么，当企业成立并正常运营后，运营的效果如何将成为股东非常关心的事情，对企业运营成果的考察实际就是对企业经济产出价值的考察，这时需要采用价值的投资回报概念来理解。

3. 巴菲特最为关心的是企业的“内在实质价值”

通读巴菲特致股东信及有关巴菲特演讲等方式的第一手资料，实际上巴菲特重点在两个方面最为关心企业的价值：成本水平和未来现金流折现收益。

但需要我们理解的是，企业的成本水平实际构成了企业财务报表上的“账面价值”，而企业的“未来现金流折现收益”在巴菲特眼里则成了最为重要的衡量企业投资回报好坏的“内在实质价值”，普通人最为关心的企业财务报表反而不能直接反映企业的内在实质价值，还需要你进行主观判断。

这段话似乎很难令人理解，如果你乍一看不知道我在说什么，先请你别着急，我再拿出一段巴菲特的原话让你看。巴菲特 1994 年致股东信里有一节也专门提到账面价值和内在实质价值：

“我们会固定公布每股的账面价值，虽然它的用处不大，但这总算是一个比较容易计算的数字，就像是我们一再提醒各位真正重要的是内在实质价值，虽然这个数字没有办法准确计算但却有必要加以估算。”（摘自巴菲特 1994 年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这段话文字虽不多，但还是像1983年的股东信那样重点重复性地提到了两个重要的企业“价值”概念，一是账面价值，容易计算但巴菲特说它用途不大；二是内在实质价值，或称内在价值，巴菲特说它真正重要却不能准确计算，但却有必要估算。文字虽觉有点绕口，但这是理解企业投资价值的点睛之语，必须搞清楚，弄明白。

4. 略带点神秘色彩的企业“内在实质价值”

查阅所有关于巴菲特的第一手资料及波克希尔·哈萨维公司的年报资料，可以看到巴菲特最为关心的企业未来现金流折现收益所代表的“内在价值”的名词随处可见，但却没有一个地方去解释该如何去计算它。

巴菲特本人对于内在价值的计算比较详细的叙述出现在1996年致波克希尔股东的信中：

> *“内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的企业经营事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值的估计值，即使对于我和查理来说也是如此，这正是我们从不对外公布我们对内在价值估值的一个原因。”（摘自巴菲特1996年致股东的信）*

你看看，即使在比较详细的这段叙述中巴菲特也说内在价值是一个不能确定，并且还随利率变化也在变化的数值，更为离奇的是他还说他和芒格的估值都会不一样，所以他们不向外公布。不能确定怎么投资？这是不是显得有点神秘和令人疑惑？

在一次波克希尔·哈萨维公司的股东大会上，有一位股东有点怪罪巴菲特对内在价值的故弄玄虚，不客气地向巴菲特和芒格提出了这样的问题：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"你们总是强调企业内在价值才是真正属于股东的价值，但你们却从来没有向我们明确报告过怎么样去计算一个企业的内在价值，也使得我们这些股东无法确定你们所买入企业的正确性，我这个股东想问你们的是，你们是如何确定所买企业的这个内在价值的？我怎么知道你们所做投资决策的正确性？"

这个问题有点尖锐，并有一种咄咄逼人的味道：你回避不了，必须回答。巴菲特和芒格立刻就明白了这个股东是带着一种情绪在问这个问题，似乎在埋怨他们对内在价值的解释讳莫如深，这反而激发了巴菲特和芒格一向具有的幽默感。芒格首先答道：

> **"对啊，沃伦常常向我提到企业未来现金流量和内在价值，但我也奇怪的是，我跟他共事这么多年，却从未看到他拿计算器做过什么计算。"（摘自1997年巴菲特、芒格股东大会问答录）**

芒格略带调侃的回答一下子激起了全场近3万股东们的兴趣，这相当于把巴菲特又逼到了死角，他不回答就说不过去了。所有人的眼光立即聚焦在巴菲特的脸上，大家都在等待着看老巴如何回答。但巴菲特只是说：

> **"噢，是啊，内在价值如此重要，我怕让别人知道，我都是自己在夜深人静的时候躲在小黑屋里计算，查理当然不会知道了。"（摘自1997年巴菲特、芒格股东大会问答录）**

短短的几句话引得全场满堂大笑，甚至有少数股东忍不住欢呼起来，大会气氛又开始热烈起来，甚至比原先更热烈。

外行看热闹，内行看门道。这其中不乏已经对投资非常内行的一部分股东，他们多次参加股东大会，已经得到了巴菲特投资的一些精髓。他们非常明白，企业的内在价值不是计算出来的。如果某些投资的内在价值经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过哪怕是复杂的运算就可以得出的话，那它反而更不值得投资。虽然也曾有貌似聪明的人建立过计算公司内在价值的完美公式，但却无法为公式里的变量提供准确的数据，它除了能满足某些理论家不切实际的个人表现欲外毫无实际意义。所以这些股东很清楚，巴菲特这样的回答并不是在搪塞那个股东的提问，而仅仅是对实际情况的一种另类的幽默回答罢了，他们发出的可是会心的大笑。

看来要正确地理解企业“内在价值”的真正内涵并没有想象的那么简单和容易。所以巴菲特还坦承：

> “我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。价值评估既是科学，又是艺术。”（摘自1996年巴菲特致股东的信）

巴菲特这句“貌似精确实为谬误”的话大概就是投资界“模糊的正确胜过精确的错误”这一句名言的来源，模糊反而正确，精确倒成了错误。如果在其他领域，如数学领域和航天领域，这不是大错特错是什么，差之毫厘将偏之万里啊，怎么到了投资领域，则成了人人信服的名言，你说奇怪不奇怪。由此可知，投资领域的学问与其他领域的学问确实不同，即使对投资精通如巴菲特和芒格者，也不敢夸口。可见评估企业“内在价值”的学问，确不简单，还需要科学性和艺术性的结合。我原来还听说过一句民间俗语：“十年学成个秀才，十年学不成生意”，原来尚且不信，今日观之，信矣。

5. 芒格：“投资的确有些难度，否则，岂不……”

看过上面的叙述，不知你对企业的各种价值之说了如明镜了没有。如果还没有，也不是你的错，只能说明鉴别企业的投资价值不是想象的那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容易，而是有些难度。否则，如果那么容易的话，岂不是人人都超过巴菲特了，我们也不用学老巴了。这正像巴菲特的老搭档芒格所言：

“投资若不稍具困难度，那么每个人都可以致富。但这又是不可能的事……”（摘自2006年芒格WESCO股东大会问答录）

股票投资的“七二一“法则却恰恰证明了投资世界只能是七成赔本，一成赢利，不可能每个人都可以致富。这正可说明何以有些人能成为股票投资的赢家，有些人却不行。

看来，虽然在理解企业投资价值方面不容易，但为了能成为股票投资世界那少数的赢家，还是值得投入精力将它搞明白的。否则我们将会永远是隔着迷雾看风景，不带罗盘进沙漠，没背猎枪进深山，早晚要迷失方向，被野兽分而食之的，更别说打什么野味了。

6. 理解投资价值从最基本的分析做起

有些遗憾的是，巴菲特的股东信及现有的一手资料重点强调的是投资要看重和评价企业的内在实质价值，亦即股东价值，但并没有说明为什么要注重股东价值或内在实质价值，怎样去注重和评价股东价值或内在实质价值？给人一种只知其然但不知其所以然的感觉，在实际投资实践中还是无所遵循。

因此在本章中，我除了要借鉴巴菲特有关企业投资价值的伟大思想外，还占用了较大的篇幅讨论了我是如何理解企业各种类型价值的，这样对我们理解巴菲特为什么总是强调企业的股东价值或内在实质价值，理解其背后的原因也有好处，达到“既要知其然，也要知其所以然”的境界。

当然，这样的写法过多地糅入了我自己的理解，多少会偏离一些纯粹解读巴菲特思想的轨道。但我想，这一章内容如能起到抛砖引玉的作用，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



激发起你对价值投资的探索热情，那我将感到荣幸；如果你已是投资高手，对这一章内容你可以一带而过，如果有兴趣也请你鉴别一下我的理解过程是否有误。如果你能对我有所指正，欢迎与我交流，在此先谢过了。

其实，一个企业的存在会涉及多种经济价值，最起码，企业成立后就会产生六类直接相关的利益人，从而也就产生了六类不同类型的经济价值，站在不同利益人的角度和立场就会对企业的经济价值作出不同的评价。但正如巴菲特所注重的，对投资者最重要的是企业所产生的股东价值，本章正是站在股东立场上，从分析企业产生的六类不同类型的经济价值入手，对企业所产生的股东经济价值进行重点讨论，有助于你前瞻性地做出正确的投资决策。

二、企业的六种经济价值

1. 企业的六个利益人及其六类经济价值

企业本由股东们单独出资设立，但企业成立运营后，实际产生了六个相关利益人，即：国家政府，管理层，原料供应商，成品消费者，普通员工及股东。

既然企业的相关利益人有六个之多，企业的存在实际上产生了六种不同类型的经济价值：

①对国家和政府来说的征税价值及招聘员工的吸纳就业价值；

②对已聘普通员工来说的发工资及奖金的价值；

③对管理层来说的实施管理权的荣耀价值和高薪价值；

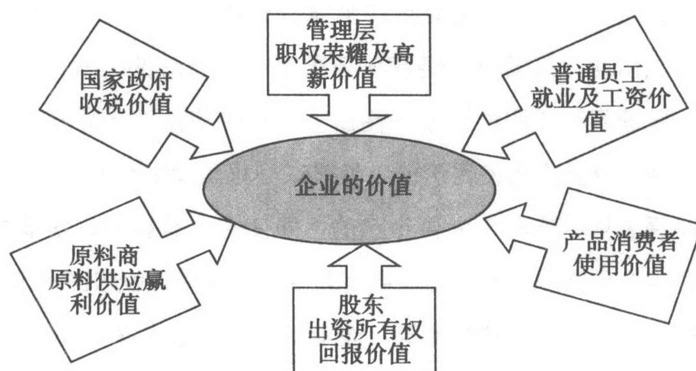
④对原料供应商来说的原料供应赢利价值；

⑤对产品消费者来说的产品使用价值；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⑥对股东来说的资本投资所有权的回报价值。

下面把企业六种不同类型的价值图示如下：



企业六种不同类型的经济价值示意图

这里需要我们注意，企业本来是由股东出钱投资成立的，产生的经济价值虽有六项之多，但涉及股东的价值仅有第六项，前五项价值都不涉及股东利益，只涉及社会利益，因此把企业产生的价值概括为两方面：以前五项价值为内容的企业的社会价值及以第六项价值为内容的股东价值。

2. 应站在股东的角度和立场来理解企业的投资价值——股东价值

这里我提请投资者注意，投资者买了企业的股票后，实际变为了企业的股东。作为投资者，我们考察企业价值时要站在股东的角度和立场，我们最需要关心的是企业所能产生的股东价值如何，你说对不对？站错了队，排错了行将对企业的真实价值作出错误的判断，自然你的投资决策就会发生偏移，输钱了还不知自己错在哪儿，冤不冤？巴菲特就曾说过：

“投资者看投资价值不应根据企业对社会价值的重要性，而要看其创造的股东价值大小。”（摘自 1999 年巴菲特访谈录）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 企业不同价值体现的优先顺序

问题是，企业注册成立运营后，企业的五项社会价值将会以法定的形式无条件得到体现，只要有了经营业务国家和政府就要征税，普通员工必须发工资，管理层行使职权和享受高薪，原料供应商享受原料供应赢利价值，产品消费者享受产品使用价值；但股东回报价值的体现则是有条件的，因为企业是需要再生产和扩大再生产的，即使企业有赢利也需要扣除再生产和扩大再生产所需的资本支出后再有剩余才可能成为股东回报价值。

不仅如此，在企业正常经营时，企业的社会价值相对于股东价值来说有优先权，这可从三个方面来说明：①在企业运营赢利时，先满足社会效益，剩余的才可能是股东回报效益；②在企业运营亏损时，还能够满足社会效益，税照收，工资照发，股东不但没有分红，还要亏资本金的本钱；③如果企业倒闭清算时，优先满足社会效益，在剩余资产中优先发工资，补税收，亏的全是股东本钱。

4. 股东价值只在赢利的条件下体现

由以上分析可以知道，对企业收益权的各相关利益人、政府、管理层及员工有优先享受权，而股东则成为了弱势群体的一方。

由此我们可以得出结论，企业运营过程中有三种经营的存在状态：赢利的经营状态，不亏不赢的经营状态和亏损的经营状态。

在赢利的经营状态下，优先满足的是前五项价值，剩余的新增赢利部分才成为股东价值；

在不亏不赢的经营状态下，优先满足的是前五项价值，没有剩余，新增的赢利创造为零，新增的股东价值也为零，也就是说本企业本年度运营的结果是股东价值为零；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在亏损的经营状态下，前五项价值按法定要求必须支付，它们都没有损失，唯一损失的是股东资本金，亏损的只是股东价值。

因此说，无论在哪种经营状态下，股东价值都是最后的选择，其他五种价值有优先权。股东价值只在赢利的情况下才能得到体现，并且体现的是在优先满足其他五种价值的基础上剩余的部分，所以，把股东价值说成股东剩余价值最为准确。

5. 股东价值是一种“剩余价值”

说到这，使人们不得不佩服马克思，他可是在100多年前就提出“剩余价值”理论的啊。

剩余价值的概念对理解企业的股东投资价值最重要。随着技术、劳动力和工具的发展人们制造商品除满足自己的生活外，还有剩余的商品可以换成货币，货币积蓄到一定数量的时候就形成了资本。资本是从劳动力、合作分工、工具的革新等生产力的提高中得来的。

那么，剩余价值的准确含义究竟是什么呢？这里你千万不要把剩余价值理解成把废料、废物的回收利用称为利用物品的剩余价值。而马克思的“剩余价值”概念则是从工人通过劳动生产商品所产生的价值角度来定义的：剩余价值是雇佣工人创造的被资本家无偿占有的超过劳动力价值的价值。可以这样来理解，“剩余价值”是与“自用价值”相对的概念，资本家投资了资本变成企业后，工人们利用这个企业生产商品产生价值，但所产生的价值一方面要养活工人自身，如果还有富余时，才能产生剩余价值。所以马克思对剩余价值的解释是，指劳动者创造的超过自身及家庭需要的那部分价值；如劳动者创造的价值不够或仅够满足自身及家庭的需要，没有一点剩余，那他便没有创造剩余价值。如工人创造的价值若还不抵其工资，他便没有创造剩余价值，只有创造的价值比工资多，他才创造了剩余价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在一次分析航空业对资本的吞噬和对投资价值的毁灭的演讲中，巴菲特在提到航空业对资本家的伤害时，也提到卡尔·马克思对资本家的伤害：

> **“这里有一份美国过去20年破产的航空公司名单，共有19家，而欧洲同期破产的航空公司多达1倍。从开始有民用航空，一直到1992年，所有国家的航空公司创造的利润为零，尽管1992年以后情况有所改善。考虑到这个事实，如果1903年，奥威尔·怀特试飞时，我在凯蒂霍克市，我会把他打下来。因为我有先见之明，并且是为了维护公众的利益。当然，我是受到未来的资本家的影响才这么做，我的意思是说，卡尔·马克思给资本家带来的损害都没有奥威尔大。”（摘自巴菲特1999年演讲录）**

对航空历史熟悉的读者会清楚，全世界第一架飞机是在1903年美国的凯蒂霍克市由奥威尔和威尔伯·怀特兄弟发明并试飞成功，从此人类社会进入了飞机航空时代，大大缩小了世界各国人民之间交往的时间距离，这本来对人类社会来说是天大的好事。但对投资航空业的资本家来说，按统计结果，只有接连不断的资本投入，而从来没有得到过回报。从投资回报角度来讲，航空业简直就是吞噬资本的“黑洞”，对资本家的伤害确实比马克思剩余价值理论对资本家的伤害还要大。从巴菲特的这段演讲中，我们起码知道，马克思剩余价值理论确实对资本家产生了伤害，并且伤害的程度可以和吞噬资本的“黑洞”的航空业相媲美。

其实，我认为马克思在100多年前发明的剩余价值理论对今天我们的投资仍有着现实的指导作用。原来的资本家本是企业的所有者，他对企业最终的关注点是什么，是工人的工资水平吗？是产品本身的性能吗？是企业的规模大一点或小一点吗？显然都不是，资本家对企业最终的关注点是剩余价值，不产生剩余价值的企业，资本家是不感兴趣的。这时你最应该关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心的也是企业所能产生的股东剩余价值大小。所以，我要说，理解股东剩余价值，是理解企业投资价值的钥匙。

6. 用“剩余价值”概念理解投资价值

应用股东剩余价值理论可以戳穿一些长期不能给股东带来回报企业的画皮。

从股东价值回报的角度可将企业分为两种类型：第一种类型，从长期的企业价值看，只产生“社会效益”价值而不产生“股东效益”价值的企业；第二种类型，在产生“社会效益”价值的同时还能够产生“股东效益”价值的企业，无疑，第二种企业类型是我们投资者需要挑选的。

价值投资者一般喜欢选择长寿企业投资，但按股东剩余价值理论，有一类企业可以长寿，只产生前五项价值，就是产生不了股东价值。正因为长寿，它们对投资者的欺骗性反而更大。

目前A股市场投资者股东的不幸是，充斥着很多只产生社会效益价值而不产生股东资本回报效益价值的企业，换句通俗的话是，这种企业是只具备“社会道德”（有社会价值）而缺“资本道德”（无股东价值）的企业，这种企业由于社会的需要政府支持而成为股东不幸。

例如前面巴菲特分析过的航空业，对社会的价值很高，大大提高了社会的交通效率，但赢利不确定，长年来看亏损，毁灭股东价值。

对于那些社会公用事业型的企业，也是典型的社会效益价值大而股东价值低的企业。比如说电力企业，是国民经济的基础产业，国家不会允许这些基础产业暴利而损害其他产业的利益，但它们可以是长寿企业，国家也不会让它们亏损破产，它们长期处于盈亏平衡的边缘，保持微利状态。它们的员工很舒服，长期拿着高于社会平均水平的工资，工作压力小，福利也不错。其他的社会公用事业型的企业如自来水公司、煤气公司都类似，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



员工价值高，股东价值差。

7. 产业的重要性不代表股东价值

根据我个人的研究发现，股票投资领域确实有一种怪现象，对国民经济实用性贡献较大的企业赢利能力往往小于非实用性精神炫耀型企业，为少数富人服务的企业赢利往往大于为社会大多数人服务的企业。例如，非必需品的黄金企业赢利大于国民经济必需品的钢铁企业，显然钢铁企业对国民经济的影响更大；如造酒企业和粮食企业相比，显然粮食企业对人们的生活影响更大，但赢利却是造酒企业多于粮食企业。这些常见现象都可应用于我们的投资选股中去。

巴菲特也发现了这种现象，他在1999年接受《财富》杂志访问时，作了如下的回答：

> “对于投资来说，关键的问题不是评价某个行业对社会产生多大影响，或者它将会增长多少，而是要确定任何一家所选定企业的竞争优势，以及这种优势的可持续性。寻找那些具有可靠股东价值的企业，最持久最可靠的产品或服务就是那些拥有很强并且可持续的壁垒，并能给投资者带来回报的商业品种。”（摘自巴菲特1999年《财富》杂志访谈）

所以，企业的社会价值并不和其股东价值相同步，巴菲特的秘诀就是找到那些对股东价值最高的企业进行投资。

8. 企业不同行为所产生的价值类型及对股东价值的影响

企业有六个相关利益人和六种价值，那么，企业所进行的不同行为将影响不同的价值类型，对股东价值的影响也不同。请看下表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业行为	企业产生的价值类型	股东价值变化
员工长工资	员工价值上升	股东价值下降
管理层激励	管理层价值上升	股东价值下降
降成本的产品降价	客户价值上升	股东价值或不受损
不降成本的产品降价	客户价值上升	股东价值下降
成本不变的市场份额上升	市场占有率价值上升	股东价值上升

分析企业不同行为所产生的价值类型及对股东价值的影响将有助于我们了解企业的价值演变趋势，在投资中掌握主动权。

9. 巴菲特注重企业股东价值与客户价值平衡的实例

其实，巴菲特并不是唯利是图的只注重股东价值的企业，他也非常重视企业对其他利益相关人的价值平衡，下面的一段话就是例证：

“当我们在评断一家公司的企业价值时，我常常会问自己一个问题：‘假设我有足够的资金与人才时，我愿不愿意和这家公司竞争’，我宁愿和大灰熊摔跤也不愿和布太太家族竞争，他们采购有一套，经营费用低到其竞争对手想都想不到的程度，然后再将所省下的每一分钱回馈给客人，这是一家理想中的企业，建立在为客户创造价值并转化为对所有者的经济利益的基础上。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

这是巴菲特在1983年股东信中对著名的由90多岁高龄的布太太经营管理的内布拉斯加家具超市（Nebraska Furniture Mart—NFM）的价值所作的评价。巴菲特控股该店90%股份，是名副其实的大股东，他最应该关心的是该店产生的股东价值，但他也关心消费者的利益和价值，并没有要求布太太提高一点价格为股东多赚一些钱，反而对布太太压低售价让利消费者的行为表示赞赏。这是因为巴菲特很懂利益平衡，消费者感觉便宜将多来该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



店消费，这正是该店的商业竞争优势所在，最后是客户价值和股东利益双丰收，很高明的经营方法。

巴菲特买下内布拉斯加家具超市正是看重了该店兼顾客户价值和股东价值的商业模式。正是有了布太太的低成本运作和对消费者的让利，才成就了 NFM 在奥马哈地区家具生意的独霸地位，市场范围持续扩大。所以巴菲特幽默诙谐地赞美布太太：

“1987 克里思蒂小姐嫁给一位考古学家，她曾说：‘配偶最理想的职业就是考古学家，因为你越老，他就对你越有兴趣’，事实上应该是商学院而非考古学系的学生，需要多多研究布太太——这位 NFM 高龄 94 岁的负责人。50 年以前布太太以 500 块美元创业，到如今 NFM 已是全美远近驰名的家具量贩店，但是布太太还是一样从早到晚，一个礼拜工作 7 天，掌管采购、销售与管理，我很确定她现在正蓄势待发，准备在未来的 5 到 10 年内，全力冲刺再创高峰，也因此我已说服董事会取消 100 岁强迫退休的年龄上限（也该是时候了，随着时光的流逝，越来我越相信这个规定是该修改了）。”（摘自巴菲特 1987 年致股东的信）

巴菲特借修改退休年龄的说词来赞赏布太太的老当益壮，创店历史以及她对 NFM 家具店经营红火独特的贡献。布太太的辛苦劳作没有白费，换来的是股东和消费者的双重价值：

“去年（1987 年）NFM 的销售额是 1.4 亿多美元，较前一年度增长 8%，这是全美独一无二的一家店，也是全美独一无二的家族，布太太跟她三个儿子拥有天生的生意头脑、品格与冲劲，且分工合作，团结一致。布太太家族的杰出表现，不但让身为股东的我们受益良多，NFM 的客户们受惠更大，只要选择 NFM 的产品，据估计光是 1987 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就可省下至少3000万美元，换句话说若客户到别处去买可能要贵上这么多钱。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

一年能为客户节省3000万美元，当然客户都会愿意继续在这里购买产品，也使得NFM的生意销售额在不断增加，增加股东效益。

当然了，消费者都到NFM购货，那竞争对手不就难过了？确实，还真有竞争对手以维护股东利益的名义向巴菲特告布太太的黑状：

“去年我接到一封无名氏所写的相当有趣的信：‘很遗憾看到波克希尔第二季的获利下滑，想要提高贵公司的获利吗？有一个不错的法子，去查查NFM的产品售价，你会发现他们把一、两成的获利空间白白奉送给客户，算算一年1.4亿的营业额，那可是2800万的利润，这个数字实在是相当可观，再看看别家店的家具、地毯或是电器用品的价格，你就会发现把价格调回来是再合理不过了，谢谢。一位竞争同业留’。展望未来NFM在布太太‘价格公道实在’的座右铭（Mrs. B's maxim：“Sell cheap and tell the truth.”）领导下，必将继续茁壮成长。”（摘自巴菲特1987年致股东的信）

对NFM家具店来说，巴菲特是股东，布太太是管理层，两人的利益并不完全一致。产品卖价便宜，自然利润就要少一些，有损股东利益。但如果消费者感觉你卖得贵，不来你这儿购物，那又何谈利润呢？所以，这是一个权衡利弊的问题，需要平衡各方面的利益，单纯考虑一方的利益，这个生意都走不远。

那个向巴菲特告状的竞争对手，肯定碰到了消费者不去他那儿买货的问题，当然巴菲特没有上他的当。

所以，巴菲特是在考虑客户价值的基础上，再考虑股东价值的，这在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2003 年的股东信中更是表露无遗：

> “NFM 系由布太太在 1937 年以 500 美元所创立，她一直工作到 103 岁（嗯！这实在是一个不错的好主意），她灌输给下一代的一些智能包含，如果你拥有最低的价格，客户自然会在最偏僻的角落找到你，就像我们的新店服务堪萨斯州广大的客户，其坐落地点位于该市人口最稀少的地区，就证明了这一点，虽然我们拥有广达 25 英亩的停车位，但却依然时时一位难求。”（摘自巴菲特 2003 年致股东的信）

巴菲特说了个大实话，如果你拥有最低的价格，客户自然会在最偏僻的角落找到你，你的生意自然红火。在生意红火的前提下，如果还能产生较高的利润，这便是一个绝佳的投资对象。

三、股东的实质内在价值——企业真正的投资价值

股东价值实际是对股东实质内在价值的简称，所以本文的股东价值、股东内在价值及股东实质内在价值几乎是同一个概念，只是为了叙述方便而做的一种强调。企业的投资价值应该主要指的是股东实质内在价值，当企业成立并正常运营后，运营的效果如何将成为股东最为关心的事情，对企业运营成果的考察实际就是对企业产出价值的考察，这时需要采用价值的投资回报概念来理解。

1. 股东内在价值与企业账面价值的区别

本章开头提到，巴菲特股东信中涉及企业价值的名词有好几个，我们开始学习股东信中对这些价值名词的解释，以便理解企业所具有的不同的价值含义，最重要的是“股东内在价值”与“企业账面价值”的区别：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“账面价值是会计名词，系记录资本与累积盈余的财务投入，内在价值则是经济名词，是估计未来现金流入的折现值，账面价值能够告诉你已经投入的，内在价值则是预计你能从中所获得的。类似词能告诉你它们之间的不同，假设你花相同的钱供两个小孩读到大学，两个小孩的账面价值即所花的学费是一样的，但未来所获得的回报（即内在价值）却不能一概而论，可能从零到所付出的好几倍，所以也有相同账面价值的公司，却有截然不同的内在价值。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

首先是账面价值和内在价值的含义的不同，账面价值实际是以会计制度方法计价的企业累计投入成本的资本，即企业的净资产价值，是一个会计计账的名词；而内在价值则是在对企业净资产价值运营的状况下未来所能产生利润的折现值，是一个经济产出量的名词。两者之间的区别显而易见。

举例说，张三投资1000万元办了个运输企业，李四投资1000万元办了个连锁超市企业，这两个企业的性质、内容及形式都不同，但两个企业的账面价值相同，都是1000万元。而内在价值就要看这两个企业在未来的年份里能够产生的利润了，哪个产生的利润多，哪个的内在价值就大。假如其中一个企业总赔钱，不能产生正的净利润，则它的内在价值就是负数。

从这个意义上来理解股东内在价值，那些被ST的企业，连续亏损，股价跌破净资产时也不见得有投资价值，有的只是“壳”资源重组价值或筹码赌博价值。

所以，企业的账面价值和股东内在价值是两个完全不同意义的价值概念，两者对投资价值的参考意义迥然不同，巴菲特是通过教训意识到了它们之间的不同：

“像波克希尔在1965年会计年度刚开始由现有经营阶层接管时，其账面价值为每股19美元，明显高于其实际的内在价值，所谓的账面价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主要系以那些无法赚取合理报酬的纺织设备为主，就好比是将教育经费摆在不会读书的孩子身上一样。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

早期的巴菲特在1965年当波克希尔公司还是以赢利能力差的纺织产业为主时，发现波克希尔公司的账面价值显示为19美元/股，而股价在9美元/股左右交易，股价与账面价值相比折价50%，便贪图账面价值的便宜而买入，成为波克希尔纺织公司的控股人。后来发现上当了，企业的投资价值不是用账面价值衡量的，而应以内在价值来衡量。有关巴菲特的转变过程，笔者在第三章《巴菲特曾经的困惑和醒悟》“从贪图便宜的‘烟蒂投资’向注重长期竞争优势的‘经济特许和护城河’的转变”一文中有详细描述，感兴趣的读者可一并参考。

2. 内在价值是衡量投资价值的最重要尺度

当巴菲特意识到低回报的产业账面价值虽高但实质的股东内在价值很低的现实后，及时转变了思路，将波克希尔公司原有的低回报纺织产业置换成高回报有竞争优势的其他产业，以内在价值当成衡量企业投资价值的最重要尺度了：

“但如今我们的内在价值早已大幅超越账面价值，主要的原因有两点：（1）标准会计原则要求我们保险子公司所持有的股票以市价记录于账面上，但其他公司部分却以成本与市价孰低法计算，到1983年底为止，后者的市价超过账面价值有税前7千万美元或税后5千万美元之多，超过的部分属于内在价值的一部分，但不包含在计算账面价值之内。（2）更重要的是，我们所拥有的几家企业具有庞大的经济商誉（事实上是包含在内在价值之内的）且远大于记载在账上的商誉。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自然地，如果以内在价值——未来能够产生的利润来衡量企业的投资价值，反而会把看不见、摸不着的商誉价值看得很重：

“商誉不管是经济上或是会计上的，是一项神秘的课题，实在需要比现在所报告还要更多的时间解释，本报告书的附录有关商誉及其摊销、规定与现实，将解释为何经济上与会计上的商誉事实上通常是大不相同。虽然不用了解商誉及其摊销，你一样可以过得很好，但对于研究投资的学生或经理人也好，却有必要了解其间些微的不同，我现在的想法与35年前课堂所教要重视实质的资产并规避那些主要倚靠经济商誉的公司的做法已有明显的转变，当初的偏见虽然使我投入较少但也犯了许多投资上的疏乎。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

商誉应该理解为企业的一种赢利能力，当然就是内在价值的一部分。从巴菲特的这段话可知，巴菲特上学时课堂所教的是重视账面资产的价值，而对商誉价值并不重视，但巴菲特在投资实践中的领悟能力很强，及时纠正了当初的偏见：

“凯恩斯发现问题所在，困难的地方不在于要有新观念，而是如何摆脱旧有的窠臼，我的反应比较慢，一方面是由于教我的老师一直以来皆让我受益良多，但从商的经历，直接或间接地让我对拥有商誉而仅须运用少量实质资产的公司大有好感。我建议那些对会计专有名词不会觉得感冒且对商誉的经济价值有兴趣的人读读附录，而不论你看不看附录，查理跟我一致认为波克希尔拥有比账面价值更高经济价值的商誉。”（摘自巴菲特1983年致股东的信）

所以，巴菲特既接受来自老师的教益，又能够在实践中检验和修正，效法而不拘泥，并敢于超越，以自己的实践结论为准，所谓“青出于蓝而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



胜于蓝”，巴菲特是在不断的更新观念中取得越来越大的投资成就的，主要以企业内在的实质价值来衡量投资价值：

“真正重要的当然是企业每股实质内在价值，而非账面价值的增加，在许多情况下一家公司的账面价值与其实质内在价值一点关系都没有，举例来说，LTV 与鲍德温联合公司就在宣布破产之前的会计师签证的年度报告还显示，账面各有净值 6 亿与 4 亿美元，但是另一个公司 Belridge 石油在 1979 年以 36 亿美元高价卖给壳牌石油之时，账面净值却不到 2 亿。”（摘自巴菲特 1987 年致股东的信）

巴菲特以正反两方面的实例来告诫股东们，不要被企业现有的账面价值数字所蒙蔽，而要注重企业未来的赢利能力——实质内在价值。具有高赢利能力的 Belridge 石油公司可以以不到 2 亿美元的账面净资产值卖出 36 亿美元的高价，同样的反面道理，不具备赢利能力将要破产的 LTV 与鲍德温联合公司尽管账面各有净值 6 亿与 4 亿美元的高额数字，但已经不值几个钱了。

3. 股东内在价值的深度解释

为使股东们完整准确地理解账面价值与实质内在价值各自的本质含义和它们之间的区别，巴菲特在 1994 年的股东信中专门拿出一个专题讲解企业账面价值（Book Value）与股东实质内在价值（Intrinsic Value）：

“我们会固定公布每股的账面价值，虽然它的用处不大，但这总算是一个比较容易计算的数字，就像是我们一再提醒各位真正重要的是实质价值，虽然这个数字没有办法准确计算但却有必要加以估算。例如我们可以很确定地告诉大家 1964 年每股的账面价值是 19.46 美元，不过这个数字很明显地高于其实质的内在价值，因为公司的资产主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中于获利不怎么理想的纺织事业，我们纺织资产的继续经营或清算价值都远比不上账面价值，所以任何想要了解 1964 年波克希尔资产负债表健全性的人士，得到的答案跟恶名昭彰的好莱坞大亨可能给你的答案一样，‘放心好了，所有的负债都如假包换！’”（摘自巴菲特 1994 年致股东的信）

巴菲特在 1994 年的股东信中又提到在 1983 年股东信中已经讲过的倒霉的 1964 年的波克希尔纺织公司虽具有高达 19.46 美元/股的净资产账面价值，但由于它的低赢利能力，实际远值不了那么多，并有确定的负债。巴菲特反复讲当初波克希尔纺织公司的故事，实际是在不断地提醒自己当初的认识误区，也提醒股东们不要再进入同样的误区：

“如今波克希尔的情况已完全倒转，我们掌控的许多企业其实际的内在价值远高于账面价值，不过我们还是照旧提供各位账面价值的数字，因为虽然这项数字被严重低估，但仍然可以被当作为追踪波克希尔实质内在价值的一项指针，事实上，以去年来说，这两项数字以颇为一致的速度变动，账面价值增加了 13.9%，而实质内在价值大概也是以这个速度成长。”（摘自巴菲特 1994 年致股东的信）

从赢利能力的角度，如今的波克希尔公司的业务形态和生意本质已经与原有的纺织业态大相径庭，天壤之别，其账面价值已经和其实质内在价值有同方向的相关性了。

尽管如此，作为一个精明而不想上当的投资者，我们还是需要把它们之间所代表的不同经济学意义搞清楚：衡量企业投资价值的合理方法是实质价值或称内在价值，并且是唯一的，显然账面价值不是。

在波克希尔公司所有者手册中，内在价值是专门作为一章来介绍的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“内在价值：现在让我们把目光放到一个我在上面提及过并且在未来的年报中还会用到的术语上来。内在价值是评估一项投资或者一家企业的唯一重要的合乎逻辑概念。内在价值可以这样简单地定义：它是一个企业项目在存续期内获得的所有现金流的折现值。不过，内在价值的计算没有这么简单。就像我们的定义所表述的那样，它是一个估算值，而且当利率改变或者预期未来的现金流改变时，需要重新估算的数值。同一个项目，在两个不同的人看来——这在我和查理之间也会发生——几乎总得出多少有些不同的内在价值结论。那也是我们从来不会把我们估算的内在价值告诉你们的原因。”（摘自 1996 年巴菲特撰写的波克希尔所有者手册）

这是我所看到的巴菲特本人论述企业内在价值最详细、最系统、最精炼、也最准确的描述，使一般普通投资者对难以理解的企业内在价值马上就会形成一个完整清晰的轮廓，稍一思考便会对内在价值的内涵心领神会。看起来，精读巴菲特的言论，将会使多少懵懵懂懂的投资者能够走上价值投资的正途啊，怪不得每年都有好几万世界各地的投资者在 5 月份像朝圣似的去奥马哈参加巴菲特的股东大会，怪不得人们把巴菲特的言论尊崇为“奥马哈圣喻”。把巴菲特说成是价值投资的布道者，一点都不过分。

那么怎样把内在价值与账面价值区别呢？巴菲特也怕大家混淆，举例进行了讲解：

“为了了解历史投入的账面价值与未来产出的内在价值会有怎样不同的演变，让我看看另外一种不同形式的投资——大学教育，假设把教育成本当作是账面价值，再算得仔细一点，还要包含学生因为读书而放弃工作收入的机会成本。在这里，我们姑且先不论非经济的效益而只专注于经济效益，首先，我们必须先估计这位毕业生在毕业后终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其一生的职场生涯所能得到的收入，然后再扣除要是他没有接受这项教育，原本可以得到的收入，从而我们可以得到因为这项投资，他可以获得的额外收入，当然之后还要利用一个适当的利率加以折现，得到截至毕业日止的折现值，所得到的数字也就等于这场教育所能够带来的实质经济价值。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

这里巴菲特的解释非常重要，账面价值是企业历史成本的累计投入会计记账额，反映在账面上实际就是企业的总资产值；而实质内在价值则是企业未来的产出利润折现值。拿大学教育对一个人的影响来做比喻太恰当了。

我们先按巴菲特所讲的账面价值和实质内在价值来分析1977年的高考考生的经济学。一个在农村插队落户的青年，通过那次高考改变了命运，其账面价值很小，但内在价值不可估量。我们再把时间拉回到现在。近几年随着大学毕业生的急剧增加，职业竞技场的竞争异常激烈，找工作也成为当代大学毕业生的难题。为提高自己的职业竞争力，一些人开始上工商管理的MBA班。但有些MBA的学费特别贵，上完后如果找不到高薪的工作，那么上这种学习班是不划算的，我们看巴菲特的告诫：

“有些毕业生可能会发现其账面成本可能远高于计算出来的实质内在价值，这就代表着不值得他去接受这样的教育，相对地，要是接受教育所产生的实质价值远高于投入的成本，那么就表示这样的投资是明智的抉择，不过不管怎样，有一点很明确的，那就是实质价值的多寡跟账面投入成本一点关系都没有。”（摘自巴菲特1994年致股东的信）

学费是前期投入，是成本，会计方法记录为账面价值，毕业后所能挣到的钱折为现值后，就成为上学的内在价值。只有在内在价值大于学费投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



入的账面价值后，这个学习才是有价值的，否则，这个学习对毕业生来说就是无价值的。但是，按巴菲特的意见，毕业生的内在价值更多地体现在其能否找到高薪水的好工作，而与他是花 10 万元上的 MBA 班还是花 50 万元上的 MBA 班关联不大。对于投资者寻找企业的投资价值也是如此，企业的净资产高，但不见得会产出高利润，反之亦然，关键是企业未来的利润前景如何。

4. 企业内在价值与股票市价的关系

关于企业实质价值与股票市价的关系（The Relationship of Intrinsic Value to Market Price），巴菲特在 1996 年的股东信中专门论及：

> “就长期而言，波克希尔股东的整体利得一定会与企业经营的获利一致，当公司股价的表现暂时优于或劣于企业经营时，少部分的股东——不管是买进的人或是卖出的人，将会因为做出这样的举动而从交易的对方身上占到一些便宜，通常来说，都是老经验的一方在这场游戏中占上风。”（摘自巴菲特 1996 年致股东的信）

虽然长期来说企业股东的获利一定会和企业的经营成果相一致，但巴菲特也并不否认，市场股价的波动确实也令有经验的短线买入卖出的人占到一些小便宜。巴菲特作为波克希尔的经营方，他只希望长期股东获得经营成果的利益，而不希望一些股东占另外一些股东的便宜，并采取经营措施来维护这种公平性：

> “虽然我们主要的目标是希望让波克希尔的股东经由持有公司所有权所获得的利益极大化，但在此同时我们也期望能让一些股东从其他股东身上所占到的便宜能够极小化。对于上市公司来说，唯有让公司的股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与实质价值一致，公司股东的公平性才得以维持，当然很明显，这样理想的情况很难一直维持，不过身为公司经理人可以透过其政策与沟通的方式来大力维持这样的公平性。”（摘自巴菲特 1996 年致股东的信）

另外，巴菲特为什么每年都要写一封给股东的长信，实际就是为了让股东们多了解自己的经营思路，这样就会吸引认可自己经营理念并与自己经营思路引起共鸣的投资人，让他们进行长线投资而不是短期的买入卖出：

“当然股东持有股份的时间越长，那么波克希尔本身的表现与他的投资经验就会越接近，而他买进或卖出股份时的价格相较于实质价值是折价或溢价的影响程度也就越小，这也是为什么我们希望能够吸引具有长期投资意愿的股东加入的原因之一，总的来说，我认为就这点而言，我们算是做得相当成功，波克希尔是所有美国大企业中拥有最多具长期投资观点股东的公司。”（摘自巴菲特 1996 年致股东的信）

确实，在全世界范围内，巴菲特已经成为最为投资股东们信任和尊敬的管理层了，投资者每年 5 月份去奥马哈小镇参加股东会，就像信仰宗教的人士朝圣他们的上帝一样神圣，成为当代投资界的一大人文胜景。

总之，巴菲特股东信中处处体现着对企业股东内在价值的关注。

四、看好你的钱袋子，关注股东价值

本章的内容主要谈到企业的存在有六个相关利益人，产生六种不同的价值：对国家和政府来说，产生的是征税价值及吸纳就业价值；对已聘普通员工来说是发工资及奖金的价值；对管理层来说是实施管理权的荣耀价值和高薪价值；对原料供应商来说是原料供应的赢利价值；对产品消费者来说是产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



品的使用价值；对股东来说则是资本投资企业所有权的股东回报价值。

投资者最应该关心的是企业的股东回报价值。

现代社会的企业制度产生了一批对社会价值较大，但对股东价值较小的企业，如社会公用事业类型的企业，它们可以是长寿企业，但不是可以长期投资的有股东价值的好投资标的。

巴菲特在选择投资标的企业时，虽然极度重视企业所能产生的股东回报价值，但他也不忽视企业产生的社会价值，是一个精明而又高尚的投资家。

管理层和股东是企业中两个最重要的角色，他们的利益通过企业的利益紧密地联系在一起。尽管如此，他们毕竟是企业的两个不同的角色，两者利益并不完全一致，他们之间的利益既有一致性，又有冲突性，管理层注重规模，股东（投资者）注重回报。通过企业在运营过程中是价值创造还是毁灭的实际情况，我们可以把企业区分为两种，即：创造股东经济价值的伟大型企业和不创造股东经济价值的一般型企业，个别的不道德企业甚至在毁灭股东经济价值。对投资者来说，创造股东经济价值的伟大型企业才是我们应该关注的，不要被不创造甚或毁灭股东经济价值的规模扩张所迷惑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　好价格的安全边际

THE 7ST CHAPTER：Margin of Safety at Good Price

在选择股票时，我们将注意力的重心放在如何漂亮的买进，而非“迷惑人的卖出”的虚幻可能性上。(In selecting common stocks, we devote our attention to attractive purchases, not to the possibility of attractive sales.)

——摘自巴菲特 1985 年致股东的信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、投资的基石——安全边际

接下来我们要说说股票投资中的安全边际（Margin of Safety）问题，这是价值投资中一个非常重要的概念。

1. 巴菲特视安全边际为投资的基石

在目前流行的巴菲特的23个投资秘诀中，当被问到第一个秘诀“你进行投资的基本原则是什么”时，巴菲特的回答是：

> **“第一条原则，不要亏损本金，第二条原则，永远记住第一条。本·格雷厄姆在《聪明的投资者》这本书的最后一章中道出了投资中最重要的四个字：安全边际。我认为100年以后，这个原则还会是投资的基础。”（摘自巴菲特的23个投资秘诀）**

对任何的投资者而言，他投资的目的肯定都是为了赚钱，在主观的愿望上谁也不想亏损，从这个角度来说，巴菲特所说的不要亏损本金的投资原则似乎跟没说一样。但你需要注意的是后面的四个字：能做到不亏损本金的方法是“安全边际”。要将不亏损本金的投资原则落实到把握“安全边际”上，且作为投资的基础，100年都不要动摇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这样说起来，实际投资的第一条原则最有意义的说法是：把握好“安全边际”。巴菲特真正意义的回答应该修改为：投资的第一条原则，安全边际；第二条原则，永远记住第一条。

巴菲特对安全边际可以说是异常地重视，反复地强调，在股东信中多次体现。例如 1992 年的股东信：

> “很重要的一点是，我们在买股票时，必须要坚持安全边际，若是我们所计算出来的价值只比其价格高一点，我们不会考虑买进，我们相信恩师格雷厄姆十分强调的安全边际原则，是投资成功最关键的因素。”（摘自巴菲特 1992 年致股东的信）

这段话很简短，但反映的信息很丰富，至少传达了 5 层意思：第一，巴菲特认为安全边际很重要；第二，买股票时对价值要经过评估计算，而不是凭感觉；第三，价值只比其价格高一点，都不会考虑买进；第四，言外之意，当价格比其价值低很多时才会考虑买进；第五，安全边际原则，是投资成功“最”关键的因素。

请注意第五层意思中的“最”字，这段话中巴菲特已经把安全边际原则列为了投资成功的“最”关键的因素。

除此之外，巴菲特的这段话也把问题抛给了我们：怎样对股票价值进行评估计算？价格比其价值低多少时才是考虑买进的标准？

现实的问题是，对安全边际重要性的原则问题我们已经认识到并接受，但一遇到具体的投资操作时，就需要对股票的价值进行评估计算，也需要确定股票价值比其价格高多少才是考虑买进时机的标准问题，但恰恰是对我们普通投资者来说这最重要两点巴菲特却没有告诉我们具体答案，这需要我们自己探讨和确定。这些问题我们将在后面作一些探讨和解答。

另外，一提股价的安全边际，实际上便会涉及两个含义，一是股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在低估状态的真实的正面安全边际，是买入的时机状态；二是股价在高估状态的负面的安全边际，应该是卖出的时机状态，股票投资会反复碰到这两种状态，并在这两种状态之间摆动，对此，巴菲特是如何指导我们的呢：

> “记得1979年的夏天，在当时的股票市场当中，便宜的股票唾手可得，为此我特地在福布斯首富排行榜杂志写了一篇文章，名为‘在股票市场中，想让大家有乐观的共识是要付出相当大的代价的’，当时市场弥漫着怀疑与悲观的情绪，不过当时我力排众议认为对于这种现象投资人应该要感到高兴，因为悲观的情绪使得许多公司的股价跌到相当吸引人的价位，不过现在看来我们似乎已经快要达到乐观的共识了，当然这不代表现在就不能买股票，近年来美国企业的获利大增，搭配现在的利率水准，企业赚取的每一块盈余比起过去来说要珍贵许多，虽然以现在的股票价位，已经严重地脱离了格雷厄姆一再强调的安全边际，这是智能型投资哲学的基石。”（摘自巴菲特1997年致股东的信）

股市的整体悲观和整体乐观引起股价的整体低估状态和整体高估状态，巴菲特给我们的指导是在这两种状态下都要讲究安全边际，只不过安全边际的方向要相反：在股市整体悲观和整体低估状态下是正向的安全边际——安全性，是买入真正便宜股票的好机会，应该将现金换成看好的便宜股票；在股市整体乐观和整体高估状态下要想到负向的安全边际——危险性，应该将高估的股票换成现金，以回避风险。

股市整体悲观低估和整体乐观高估的两种状态讲究的是不同方向的安全边际思想——安全性和危险性，都体现的是格雷厄姆一再强调的安全边际理论，成功的巴菲特把它归结为智能型投资哲学的基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 安全边际思想源自巴菲特的老师格雷厄姆

在论述巴菲特重视安全边际的第一个话题里，巴菲特反复提到一个人——他最敬重的老师格雷厄姆。

让我们先考证一下格雷厄姆是如何论述安全边际概念的。在格雷厄姆所著《聪明的投资者（The Intelligent Investor)》(1949 年首版)(为《Security Analysis（证券分析)》的大众普及版）的最后一篇“第四篇　结论”中，其重点论述的是：

> **“安全边际——投资的核心概念：面临着投资问题的各种挑战，我大胆地将成功投资的秘密精练成四个字的座右铭：‘安全边际’。”(摘自格雷厄姆 1949 年所著《聪明的投资者（The Intelligent Investor)》)**

格雷厄姆把“安全边际”提升到投资成功的秘密武器的高度，这给我们这些普通投资者的启示是，我们也应该吸取投资前辈大师们的精华，从现在起使自己的投资变得聪明起来。人们经常记得股神巴菲特说过“不要损失本金”的话，若单纯地从“不要损失本金”角度谈投资的安全性，根本就无所适从，因为无论是谁，从本能到意愿，他都不想损失本金，这么说几乎就是费话，一点用途都没有。但要从格雷厄姆创造的“安全边际”概念角度来理解，可说是说到了价值投资的精要根源上了，“安全边际”为“不要损失本金”提供了切实可行的防火墙。

二、巴菲特升华了安全边际内涵

巴菲特作为格雷厄姆的好学生，不仅继承了格雷厄姆的投资思想精华，而且还根据自己的投资实践进行了很好的发扬光大，进一步丰富了价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的安全边际理论，巴菲特的安全边际内涵相比格雷厄姆来说已经升华。

1. 巴菲特“既是科学，又是艺术”的实践安全边际

既然安全边际是由企业的价值与市场价格比较后的结果，那么，安全边际的评估实际和内在价值的评估就密切的联系在一起了。

巴菲特对内在价值的计算和安全边际的评估发表了哪些高见呢？我们看巴菲特1996年致股东的信：

> **“内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信。安全边际和内在价值的评估既是科学，又是艺术。”（摘自巴菲特1996年致股东的信）**

把安全边际和内在价值的评估总结为既是科学，又是艺术，我认为是巴菲特的一个创举，这需要从两个角度来理解。

从科学性的角度来说，企业的商业运作自有其客观性的一面，对企业安全边际和内在价值的评估确实应该遵循一定的科学方法，要符合企业经营的价值规律，不能胡来，但其艺术性的一面又说明，对企业商业运作客观性的认识和理解需要投资者的主观能动性，科学的评估方法应该和对企业商业特性商业模式及其商业前景的理解相结合，企业有定性的美好经营前景，需要投资者的主观判断去定性，单纯的数学方法和数学模式计算解决不了问题。

从艺术性的角度来说，必须发挥投资者对企业商业特点客观性理解的主观能动性，以对企业商业特性商业模式及其商业前景的主观正确认识为前提，在符合企业经营价值规律的基础上应用合适的科学方法进行计算定量。

科学性和艺术性的结合，定性和定量分析的结合，才能得出安全边际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和内在价值评估的“模糊正确”，单一的方法得出的只能是“精确的错误”。

由此我们得到的启示是，投资操作是科学性和艺术性的统一，定性和定量分析的统一，主观能动性与企业特点客观性的统一；安全边际和内在价值的评估也是科学性和艺术性的统一，定性和定量分析的统一，主观能动性与客观性的统一。

2. 企业的护城河是未来更可靠的安全边际

安全边际对一般的投资者来说，一般是与现在能够意识到的价值——可称之为现时价值相比较，但对有眼光的投资者来说，他们更注重与长远的企业未来价值相比较，而要意识到并能推测出企业的未来价值，当然需要投资者对企业商业特性及赢利模式长久性的深刻理解及深邃的眼光。

话说回来，安全边际必须和考察企业商业特点和商业前景结合起来才能判断出是否是真正的安全边际还是虚假的安全边际。如何理解这句话？让我们回溯到20世纪90年代初期的寻呼机产业红火的年代，比如说当时红火期一个生产寻呼机的企业只有8倍市盈率，不高吧？但如果你当时意识不到手机产业对寻呼产业的颠覆性替代作用，不看它未来几年的商业前景，你以当时自觉有较大安全边际的8倍市盈率价格买入寻呼机企业，短短的两三年它就衰败了，甚至连寻呼台都找不到了，那样的安全边际就是笑话。所以说，巴菲特发明的企业长期竞争力优势的经济城堡的护城河理论，不但是针对企业现时价值的安全边际，更重要的是针对企业未来价值的安全边际，是更为可靠长久的安全边际，最大最好的安全边际是企业未来价值的成长，企业未来内在价值的成长性标志着明天的安全。

为更好地理解巴菲特的“企业长期竞争力优势和护城河是未来更可靠的安全边际”这一重要思想，下面以巴菲特提到过的柯达为例加以深入说明。

2009年6月23日的英国《泰晤士报》报道了一条令全世界摄影家悲哀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的消息："74 年历史难抵数字化 柯达彩色胶片退出历史舞台"。要知道柯达彩色胶片是全球首款在商业上取得成功的彩色胶片，曾引领摄影的时代潮流。多少年来，它不仅是不计其数的家庭照片的基础，也成就了一批世界闻名的图片。1985 年，美国《国家地理》杂志一期封面照片《阿富汗少女》成为记录一个时代的最经典画面之一，而该照片正是用柯达彩色胶片所拍摄。日前随着柯达宣布停产克罗姆胶卷，照片的摄影师伤感地表示，这意味着一个时代的结束。

柯达胶片的停产，当然是影像领域数字化风暴颠覆的结果，但投资者需要明白的是，你是在何时才意识到柯达胶片将走向灭亡的？如果你只是看到报道后才意识到柯达胶片的灭亡，我只能说你欠缺投资者所应该具有的前瞻性意识，这样的意识恰恰是投资者最最需要的"眼光"和"功力"，你意识得越早，你的"眼光"越长，"功力"越深。

我们看看股神巴菲特是在何时已经意识到柯达胶片将要走向衰败的吧：1998 年，10 多年以前。何以见得？我们看一段巴菲特于 1998 年 10 月 15 日在佛罗里达大学演讲片段：

"30 年前，柯达公司的护城河和可口可乐的护城河是一样难以逾越的。如果你想给你 6 个月的孩子照张相，20 年或 50 年后你再来看那照片，真正决定购买行为的是胶卷公司在你的心目中的地位。柯达向你保证你今天的照片，20 年，50 年后看起来仍是栩栩如生，这一点对你而言可能恰恰是最重要的。30 年前的柯达就有那样的魅力，它占据了每个人的心。在地球上每个人的心里，它的那个小黄盒子都在说，柯达是最好的，那真是无价的。现在的柯达已经不再独占人们的心，它的护城河变窄了，富士用各种手段缩小了差距。柯达让富士成为奥林匹克运动会的赞助商，一个一直以来由柯达独占的位置。于是在人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的印象里，富士变得和柯达平起平坐起来。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

这个例子对所有人来说理解起来都不会很难，因为所有人都照过彩照。在 10 年前数码相机还不太普及的时候，人们选用彩色胶片无外乎两个牌子，柯达和富士。但美国柯达在 50 多年前就已经普及全世界，人们对柯达彩卷的效果赞誉有加，处于彩卷市场绝对的优势地位。日本富士彩卷是后来居上产品，我记得很清楚，在 20 世纪 80 年代后的中国，富士彩卷处处与柯达彩卷竞争，柯达彩卷包装小盒是醒目黄色，富士彩卷包装小盒则设计成醒目蓝色，柯达卖 20 元一卷，富士肯定便宜两块钱卖 18 元。最后富士彩卷抢占了柯达的市场份额，并领先了柯达。这是商业界典型的经济城堡护城河不断变宽和变窄从而丧失或增强安全边际的活生生实例。

10 多年以前的巴菲特仅仅依据柯达把奥林匹克运动会的赞助商位置让位于富士就准确地洞察出柯达胶片护城河的变窄，更不用说数字化技术了，这需要多么灵敏的商业嗅觉和多么深邃的商业洞察力啊。这样的商业洞察力比谈 100 次安全边际都更有价值，我们作为投资者，需要锻炼的正是这种判断企业竞争优势微小变化的灵敏的商业嗅觉和深邃的“远期商业前景洞察力”。

柯达胶片竞争护城河的变窄导致的衰落从反面证明这样一个真理，长期来说，投资比的是对企业未来价值的认识和眼光，如果仅从企业现时价值来考虑安全边际的话，将会受到“鼠目寸光”的惩罚，在错误的方向上再怎么努力也没用。

3. “能力圈”也是一种安全边际

巴菲特一生坚持只投资自己看得懂赢利模式的企业，并把这一点当成投资精髓的重要一点广为传播：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们通常的做法是：第一，我们努力固守那些我们相信能够了解的公司；第二，同样重要的是，我们强调在买入价格上留有安全的余地。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，我们就不会有兴趣。”（摘自1992年巴菲特致辞股东的信）

看得出，巴菲特把“能力圈”原则和安全边际原则并列，甚至把“能力圈”原则排在安全边际原则之前，可见其对“能力圈”原则的重视程度。

为什么巴菲特这么重视“能力圈”呢？我们可以仔细想一下“能力圈”的本质。“能力圈”实际就是投资者对企业商业特性及赢利模式的了解和商业洞察力，这种了解和洞察力可以为企业的未来价值作出正确评估，进而才能确定现在的市场价格与企业价值相比是否便宜，投资者最终才能确定是否真正具备了安全边际及安全边际的大小范围。所以得出的结论是：“能力圈”也是一种安全边际。

以巴菲特投资的《华盛顿邮报》为例，在“能力圈”控制下的投资就是一种无风险投资。1973年时，《华盛顿邮报》的市值为8000万美元，而且没有任何负债，若按当时的赢利状况给《华盛顿邮报》估值，它的商业价值可达4亿美元。巴菲特按自己的商业能力看准了《华盛顿邮报》的市值与其商业价值之间的巨额差异和安全边际，毅然决然地大手笔买入。果不其然，几年后市场发现了《华盛顿邮报》的内在价值，使其市值大幅度回升，《华盛顿邮报》也成为巴菲特获利上百倍以上的最经典投资案例之一。

4. 巴菲特安全边际的三重含义

在2009年5月2日召开的波克希尔公司最新的股东大会上，巴菲特对普通投资者传达的重要讯息是：

“在价值投资中，你不再买的是一个股份，而是生意的一部分，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买的公司的意义，不是为了在下个星期，下一个月或者下一年卖掉它们，而是你要成为它们的拥有者，利用这个好的商业模式将来帮你挣钱。”（摘自2009年股东大会问答）

巴菲特强调的是成为好的商业模式的拥有者，并利用这个好的商业模式帮自己赚钱。这是一个通俗易懂的思路，但做到这一点还需要一个前提：

“太多的人买股票，是在上升很高了才去买，其实应该在股票跌了很多的时候再去买。人们大部分在错误的时间很兴奋。”（摘自2009年股东大会问答）

避免在错误的时间兴奋，其实真正的含义就是安全边际。

巴菲特的安全边际思想是源于大师却又高于大师，虽然是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，但却“青出于蓝而胜于蓝”。格雷厄姆注重量化分析，是购买廉价证券的“雪茄烟蒂投资方法”，而巴菲特在他的基础上增加了费雪和芒格的思想，即对企业类型、企业特质、企业管理的质化分析，把量化分析和质化分析有机地结合起来。巴菲特将企业的现时价值和未来价值相结合，更为注重未来的前景价值：

“我现在要比20年前更愿意为好的行业和好的管理多支付一些钱。本倾向于单独地看统计数据。而我越来越看重的，是那些无形的东西（商誉）。”（摘自1985年巴菲特演讲）

我认为应该从三重含义上来理解巴菲特成熟后的安全边际思想。从强调安全边际的本·格雷厄姆身上，巴菲特首先继承的是如何寻找物超所值的“便宜货”思路，后来，菲利浦·费雪又教给了巴菲特关于竞争优势的成长股的理念，而芒格则使巴菲特认识到商业优良品质对于赢利前景的重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要性。可以说，巴菲特的安全边际概念比老师们要丰富深刻得多，包含了以下三重含义：

（1）格雷厄姆的物超所值；

（2）菲利浦・费雪的竞争优势的价值成长；

（3）查理・芒格的商业优良品质决定赢利的未来前景。

所以，对安全边际的内涵理解，包括对投资本质的认识，表面的理解和有深刻内涵的理解差异很大，这也是人们投资能力相差很大的原因。这提示我们，对安全边际的理解，包括对投资本质的认识，不要停留在表面上，要深入到本质上，要经过我们大脑思考后的醒悟，而不是一种概念的灌输。

三、在思考企业价值和价格差异的基础上把握安全边际

1. 价格和价值的差异在哪里

在流行的“巴菲特的23个投资秘密”中，当巴菲特被问到“价格和价值之间的差异在哪里”的问题时，巴菲特的回答是：

> “价格是你将付出的，价值是你将得到的。在决定购买股票时，内在价值是一个重要的概念，没有公式能用来计算内在价值，你必须了解你要买的股票背后的企业。你没有必要等到最低价才去买，只要低于你所认定的价值就可以了。如果能以低于价值的价格买进，而且管理层是诚实可靠有能力的，你肯定会赚钱。”

这段话表面上看异常简单，但却值得深深玩味。其实它包含了三层意思：

第一层意思是付出的是价格，得到的是价值。买东西的常理是少花钱多办事，花低价格买了高价值，这是聪明人应该做的事，买股票当然也要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



遵从这个理；

第二层意思是股票这个东西比较特殊，其价值不能够用公式算出来，算不出价值你怎么知道买得便宜不便宜呢？你怎么确定是用低价格买了高价值，还是用高价格买了低价值呢？这是个难题，巴菲特告诉人们解决这个难题的方法是要了解企业，要懂企业的生意赢利模式，理解了企业的赢利模式，也就知道了企业的价值，别无他法，数学计算模型靠不住；

第三层意思是可不必等到最低价买，只要你觉得价格比价值低就可以买了。

这三层意思的实际含义不难理解，但第三层意思却给投资者带来新的困惑：买到最低价不更好吗？干吗巴菲特非要说不必等到最低价买呢？

我本人思考了一番，最后终于想通了。你想啊，股票的价格是由“神经质”脾性的“市场先生”主宰的，在一定的时期会表现得飘忽不定，当你苛求等待最低价时，它可能早就悠然回首，一路向上飘然而去了，让你踏空，你可能由此失去一个看好的伟大企业的巨额收益，顿脚捶胸，后悔莫及，巴菲特早期失去对沃尔玛的投资即是如此情况。这种情况非常常见，巴菲特对人们“在觉得价格比价值低时就可以买了”的告诫是有非常实际的指导意义的。

最低价是一个点，在实际中确实无法把握，我们可以放弃这种无意义的努力，但是，在价格比价值低到什么程度才可以买，总应该制定一个切合实际的原则吧。如何把握这个原则呢？接着看下面的分析。

2. 如何决定一个合适的价格来购买企业

（1）不懂不买

巴菲特 1998 年 10 月 15 日在佛罗里达大学演讲时，有个学生提的问题是：“回到购买企业的成本，你如何决定一个合适的价格来购买企业？”我们看巴菲特是如何回答这个问题的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“那是一个很难作出的决定。对一个我不确信理解的东西，我是不会买的。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

看似简单的问题股神巴菲特都很难作出决定，可见它又是一个不简单的问题。不过巴菲特还是明确表示了不买弄不懂的企业，只对自己看的明白的企业下手。我们接着看巴菲特是如何以实例继续解答问题的：

“1972 年，我们买了 See’s Candy 糖果公司。See’s Candy 每年以每磅 1.95 美元的价格，卖出 1600 万磅的糖果，产生 400 万美元的税前利润。我们买它花了 2500 万美元。我和我的合伙人觉得 See’s Candy 有一种尚未开发出来的定价魔力，每磅 1.95 美元的糖果可以很容易地以 2.25 美元的价钱卖出去。每磅 30 分的涨价，1600 万磅就是额外的 480 万美元呀，所以 2500 万美元的购买价还是划算的。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

See’s Candy 就是巴菲特一再引以为自豪的喜斯糖果公司，1972 年买入该公司时，如果按当时的产出利润水平每年 400 万美元的税前利润计算，不上税收回买价的年限是 6.25 年，谈不上便宜还是不便宜。但巴菲特透露的买价划算的秘密是，See’s Candy 有定价魔力，可以提价赚取额外的 480 万美元利润而不影响销售量，也就是说，See’s Candy 提价后的价值要比提价前提高一倍。这还是一年的情况，如果年年提价，则每年的价值都要比前一年增加。

（2）看准未来升值的生意赢利模式

我认为这就是巴菲特判断买价合适和安全边际的最重要秘诀之一，那就是：明白企业的赢利模式，能确认企业的未来价值要比现时价值更高，企业的未来价值可以增值。企业未来价值的增值提供了现时买价的最可靠的安全边际，也使得现时买价显得合适和便宜。如果没有企业未来价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增值，很难说明你现时的买价是否便宜，是否具有安全边际。所以，判断企业买价是否合适的问题实际变成了判断企业未来价值是否可以增值上，而通过对企业生意赢利模式的调查和理解可以做到对企业未来价值是否可以增值作出正确的推断。

到底是不是这样呢？巴菲特下面对 See's Candy 生意赢利模式的解释充分说明了这个原理：

“我们知道每个加州人心中对 See's Candy 都有一些特殊的印象，他们绝对认这个牌子的糖。在情人节，给女孩子送 See's Candy 的糖，她们会高兴地亲它。我们要灌输给加州人脑子里的概念是：女孩子爱亲 See's Candy 的糖。如果我们能达到这个目标，我们就可以涨价了。我们在 1972 年买了 See's Candy 后，每年都在 12 月 26 日，圣诞节后的第一天，涨价。圣诞节期间我们卖了很多糖。今年，我们卖了 3000 万磅糖，一磅赚 2 个美元，总共赚了 6000 万美元。10 年后，我们会赚得更多。在那 6000 万美元里，5500 万美元是在圣诞节前 3 周赚的。耶稣的确是我们的好朋友（笑）。这确实是一桩好生意。”（摘自巴菲特 1998 年在佛罗里达大学的演讲）

这个例子充分说明，企业未来价值增值的生意赢利模式就是你寻觅了很久的投资，这就是你要的生意，你要的护城河，你要的便宜价格和安全边际。撇开企业未来价值增值的生意赢利模式来谈便宜价格和安全边际，那就是无本之木，无源之水，将陷于无所适从的泥潭而无法自拔。

3. 巴菲特的安全边际只在于企业价值与市场价格的差异

1984 年，哥伦比亚商学院（Columbia school of Business）为纪念格雷厄姆《证券分析》一书发表 50 周年专门举行了研讨会，巴菲特在会上发表了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著名的题为“格雷厄姆—多德都市的超级投资者们”（The superinvestors of Greham and Dodd's ville）的演讲：

> “来自‘格雷厄姆—多德都市’的投资者所具备的共同智力结构是：他们探索并利用企业的价值与该企业市场价格之间的差异，却不在意效率市场理论家所关心的该企业股权交易发生时的量价差异及β值。他们只在乎两个变量：企业价值与市场价格。”（摘自巴菲特1984年在哥伦比亚大学演讲录）

巴菲特寥寥数语就把投资界信奉格雷厄姆—多德的价值投资派和信奉效率市场理论的量价关系投资派分得清清楚楚：价值投资派关心的是企业价值与市场价格的差异；而量价关系投资派却关心的是交易量引起的价格偏移的β值的大小。

作为投资者的你应该意识到这段演讲所包涵的思想与安全边际的关系：价值投资者只关心两个变量——企业价值与市场价格，它们之间的差异形成安全边际，所以研究安全边际的事情实际上变成了针对两个变量的研究：

一是对企业价值经营规律的研究；二是对市场价格形成规律的研究。两者的结合便可以判断安全边际，当市场价格远远低于企业价值的时候，就是一个难得的安全边际的时机降临的时候，抓住这个时机买入，就是一次成功的价值投资。

四、有助于我们理解“安全边际”的几个要点

1. 价值投资和安全边际实际是研究两个变量——“企业价值和市场价格”的学问：

（1）价值是如何被企业通过持续的经营过程而不断创造的；价值被企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业创造的效率为什么存在差异；企业创造价值的关键要素是什么？

（2）市场价格是如何形成的，与价值是怎样的关联关系，有时价格大起大落的原因是什么？

2. 股票价值和价格的形成及其动态波动的原理：

（1）企业商业特性形成的商业模式决定了企业的“利润和利润的前景——未来现金流”，亦即决定了企业的内在价值；

（2）经济周期所致市场宏观经济大势所造成的市场整体情绪高低及个股业绩加速或减速所形成的市场安全市盈率的动态变化，市场对这两种动态变化的交织预期形成了股票的价格。

3. 企业价值和市场价格的对应形成三种情况：

（1）价值 > 价格——价值低估；

（2）价值 = 价格——价值与价格相符；

（3）价值 < 价格——价值高估。

4. 企业－价值－财富－价格的关系：

（1）企业是价值的载体；

（2）价值是财富的主体；

（3）价格跟随价值；

（4）财富通过价值和价格差异的手段来最终实现。

（5）通过分析企业的商业特性和商业逻辑可以了解企业的经营前景，分析判断出企业的价值前景。

5. 企业价值和市场价格关系把握的科学与艺术：

（1）价格终究跟随着价值，但价格有时也会落后或超前于价值。

（2）如果企业的经营价值在未来预计会有令人满意幅度的增值，当价格落后于价值时，正好是具有安全边际的低吸机会；

（3）而价格超前于价值时，其超前的幅度要与价值自身在一定时段内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增值幅度相比较，如超出价值太多，则高估太多，应短期卖出。

（4）这种对企业经营引起的价值增值幅度判断和价格对价值偏离程度的判断，没有精确的科学标准，全赖投资者在一定投资价值哲学指导下的艺术把握。

6. 举例说明企业价值和市场价格的关系

（1）巴菲特的老师格雷厄姆："价格是你付出的，价值是你得到的。"

（2）举例：上大学的学费是你付出的价格，但你所受的大学教育，以及由此而衍生的文凭、技能、高就业机会、后续事业、社会地位等就是你得到的上大学的价值，价格和价值不对等。

（3）股票投资同理：花合理的价格（低价更好）买一个好生意，这个好生意在未来所带来的赢利及其赢利的前景——未来更大的赚钱机会——亦即企业的内在价值——未来现金流都将属于你，你得到了企业的价值。

（4）请注意，前提是要买好生意企业——具有长期竞争力——未来会更棒的生意——未来有更大赚钱能力，前景和机会的生意。

7. 投资科学性与艺术性的结合和投资功力的试金石

（1）由于价值和价格均在动态变化，受多种变量影响，投资者对企业经营的价值和市场形成的价格及其差异程度的判断因投资者的投资哲学，参照变量及选取时段的不同而不同，对二者及其差异程度的度量很难精确，因而买卖点的把握充满艺术性，这种充满艺术性的买卖操作便能改变财富分布，价值和价格及其差异程度把握得准，赚钱，否则赔钱，而这恰恰是投资功力的试金石。

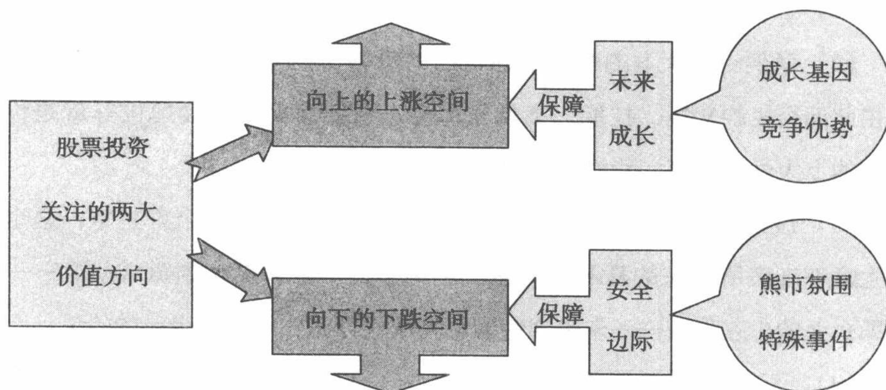
（2）懂企业经过经营产生内在价值，"市场先生"情绪化的预期形成价格，这个原理是投资的科学性；而投资者利用投资原理的科学性把握时机，进行有利于自己的操作则具有艺术性。两者的结合才可能出现完美的投资结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 安全边际的两重含义

（1）现有价值的打折；

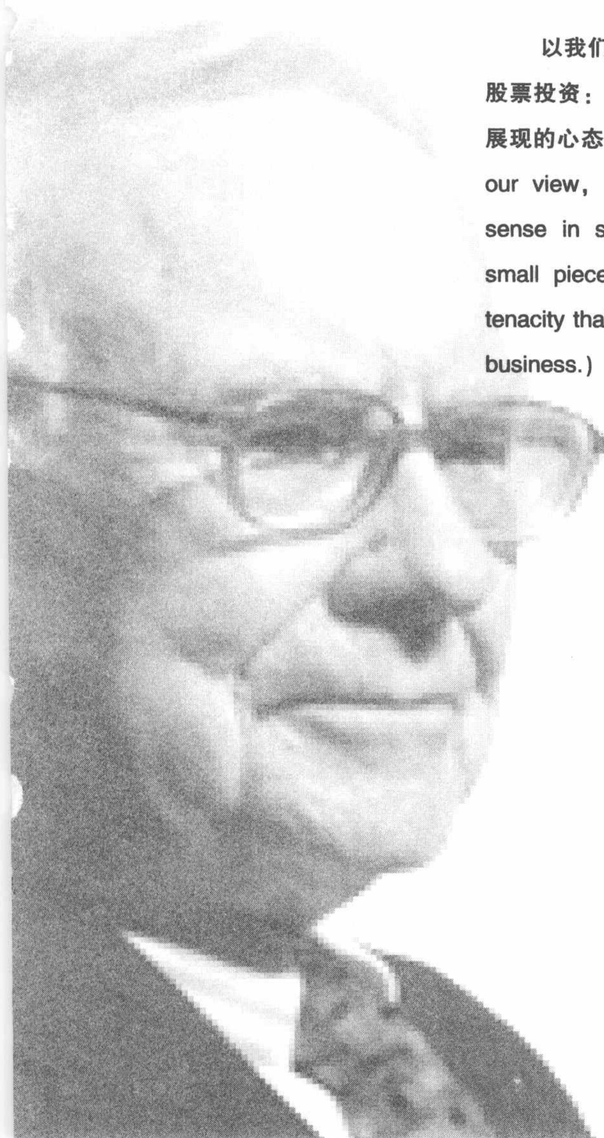
（2）未来价值的经营增值。结论——两个方向把握安全边际：第一，当前很便宜；第二，未来有确定性的价值成长。哪个更重要？——我的解读：成长是更大的安全边际。图示如下：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 投资与经营的交叉思维

THE 8ST CHAPTER：The Crossover Thinking on Investing & Business



以我们的观点，适用于企业经营的原则也同样适用于股票投资：投资人在持有一家杰出公司少数股权的股票所展现的心态，应当与持有全部股权的公司所有者一样。(In our view，what makes sense in business also makes sense in stocks：An investor should ordinarily hold a small piece of an outstanding business with the same tenacity that an owner would exhibit if he owned all of that business.)

——摘自巴菲特 1993 年致股东的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、思考价值投资的生产力

1. “价值投资提供了投资成功的唯一机会”

巴菲特式的价值投资法，自1956年10.5万美元的本金起步，达到2008年的2000多亿美元的净资产规模，堪称价值投资领域成功的经典。

巴菲特目前2000多亿美元的净资产规模仅从10.5万美元起步？这个信息可靠吗？我想你肯定会有这样的怀疑。

在波克希尔·哈萨维2006年5月6日的股东大会上，有一个股东投资者这样提问：“在目前的情势下，你将如何管理100万美元？”我们看巴菲特的回答：

“我们设立第一个合伙公司是在50年前的两天前，即1956年的5月4日，资本规模是10.5万美元。如果我们现在重新开始，查理会说我们不该这样做，但是如果我们要做的话，我们将在全球范围内投资证券。查理会说我们无法发掘出20个好的品种，但是我们不需要发掘20个——我们只需要少数几个能够带来巨大回报的品种。我们仍然也会购买小公司的股票。如果我们计划买下整个企业，会有困难，因为尚未建立声誉，并且只有100万美元。我会一直保持比其他人领先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一步，但是基本的投资原则没有差别。"（摘自巴菲特2006年股东大会问答录）

这是一段巴菲特在股东大会上对投资者提问的问答录，我们可以从中得出几个核心信息：①巴菲特亲口说自己确由10.5万美元起步；②在资金量不大时只需要投资少数几个能够带来巨大回报的品种；③以全球视野来选择投资品种，实际是告诉投资者投资的视野一定要宽广；④买不了整个企业，言外之意只能做少数股权投资，符合我们散户投资者的现状；⑤可以购买小公司股票，等其长大变强；⑥投资资金可以多也可以少，但是基本的投资原则没有差别。

这实际上就是针对小资金的普通散户投资者说的投资策略。

在现代的中国，普通人如果凑成10万元的本金，应该不是难事，如果掌握了巴菲特投资法并实践于快速发展的中国资本市场，复制中国的巴菲特应该是指日可待的事情。但这里有一个重要的关键前提，那就是学懂弄通巴菲特投资法。

对巴菲特股东信的解读和深入思考，就是求解巴菲特的"基本的投资原则"，把巴菲特的价值投资理念和方法，通过对股东信的解读的方式，吃透、参透、悟透，变成我们普通人自己的"巴式价值投资法"，即使达不到非常富有的程度，也能够实现自己的财务自由。

巴式价值投资法一定能让我们实现自己的财富梦想吗？对于这样一个问题，巴菲特这样告诉我们说：

"我们还是持续寻找那种令人容易了解、具有持续性且让人垂涎三尺的事业，并且由有能力并以股东利益为优先的经营阶层管理，虽然这些要求的重点并不一定保证结果就一定令人满意，当然我们一定要以合理的价格投资并且确保我们的被投资公司绩效表现与我们当初所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估的一致，但这样的投资方法——寻找产业的超级明星，是我们唯一能够成功的机会，查理跟我的天资实在是有限，以我们目前操作的资金规模，实在是无法靠着买卖一些平凡普通的企业来赚取足够的利益，当然我们也不认为其他人就有办法以这种小蜜蜂飞到西、飞到东的方法成功，事实上我们认为将这些短线进出如此频繁的法人机构称为投资人，就好像是把一个每天寻找一夜情的花花公子称作浪漫情人一样。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

巴菲特这段股东信所表白的思想很清楚，价值投资之路也并非坦途，其成功必须满足三个条件：一是只需要选择少数几个容易了解、具有持续性且业绩让人垂涎三尺的产业超级明星；二是还要在合理的价格上买入；三是所选择的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。三个条件要同时满足，缺一不可。简要地说，价值投资的成功依赖于“三好条件”：好企业、好价格、好的未来业绩。

但企业的未来其实是充满了诸多变数和不确定性，从这一点说，价值投资与其他的投资（投机）路径没有太多的分别。然而，巴菲特还是根据自己的经验得出了最后的结论：价值投资给我们提供了“走向真正成功的唯一机会”。那些靠短线进出的投资者只不过像小蜜蜂采蜜那样，虽然可以粘一些花粉，但不会有大收获。

这些都是我们应该理解和坚持的“巴式价值投资法”的基本原理和核心精髓，其实就是以“企业经营成果为中心”的价值投资哲学和价值观。

巴菲特似乎也看透了另外一些普通投资者的心理，一些人确实也在股市中进进出出地进行短线操作，他们只希望快速致富。但巴菲特讽刺这样的投资人是寻找一夜情的花花公子，根本就不能称作浪漫情人。看来普通投资者要追随巴菲特，必须要克服短线快速致富的心魔，而要修炼找好企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业随时日增长赚钱的功夫。

说来道去，普通投资者要复制巴菲特的致富路径，只能是自古华山一条路——价值投资。

非常庆幸的是，中国已经有高人完全理解，接受并成功实践了巴菲特价值投资法，那就是2002年网络股泡沫破裂的后期成功投资网易并在几年后大赚100倍的前步步高总裁段永平，我们看段永平的投资逻辑：

“我的逻辑就是巴菲特的逻辑，原则上没有什么差异。差异是他熟悉的行业不等于是我熟悉的行业，所以他投的股票不等于是我要投的。去年他投了一家公司，我看了半天都没有看懂，果然，他投了以后，那只股票可能涨了50%、60%。人家问我是否着急，我说不着急。为什么？因为这不是我能赚到的钱。反过来讲，比如我投网易这样的公司，这也不是他能够赚得到的钱。我的很多成功的投资，就是因为我能够搞懂它，知道管理层是否在胡说八道，企业是否有一个好的机制，竞争对手是否比它强很多，三五年内它会胜出对手的地方在哪里……无非就是这些东西。看懂了，你就投。”（网易财经2007年5月段永平采访录）

看来段永平确实得到了巴菲特的真传，遵循于其基本原理而不拘泥于其具体操作，对自己看得懂未来能确定赚钱的企业下单买入，看不懂决不能盲目，也不能眼红自己看不懂但别人赚到的钱。只发挥自己的长处，赚自己看得懂的钱。

当采访者提出：“目前中国股市上，很多人觉得搞价值投资赚钱太慢了，你怎么看？”的问题时，段永平这样回答：

“这话很对，我也很想快赚钱，他们想快赚钱，他们以前都干什么了？价值投资的概念是5年、10年、20年，不是5天、10天。股市中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大家在玩不同的游戏，但投资这个游戏其实只有一个玩法，就是‘价值投资’。投机则有不同的玩法，到赌场有很多玩法，可以玩‘大小’等等，什么都可以玩，这个钱来得当然快，但是这样的钱来得快，去得也快。”（网易财经2007年5月段永平采访录）

这里段永平强调投资只有一种玩法：价值投资，其他方法归为投机。真乃真知灼见也。

2. 价值投资首先是对能够创造经济价值企业的投资

在本书第六章有关企业价值的章节中已经明确，通过长期净资产收益率是否高于五年期国债利率水平而将企业分为两种类型：企业长期净资产收益率高于五年期国债利率水平的是创造经济价值的企业，否则便是毁灭经济价值的企业。

价值投资首先是对能够创造经济价值的好企业的投资。所以从企业价值创造的角度思考，好股票首先应当是一个好公司，是应当具备有核心竞争力的公司，应当是创造财富的公司，通俗地说就是用目前的税后利润扣除加权平均资本成本后仍然是赚钱的公司。

巴菲特所讲的价值投资和安全边际，我们也可以把它们理解为就是投资中的方向把握和介入时机的问题。价值投资讲的是方向，他教导我们选择那些未来高成长稳定成长的能够创造经济价值的好企业，好企业所创造的经济价值的累积必然会将企业的股价推高，这就意味着你把握了股票上涨的大方向；安全边际讲的就是介入时机，虽然好企业所创造的经济价值在累积，导致企业股票的大方向是上涨，但为了减少风险，要在股价低于其价值时买进。

伟大企业是那种长期净资产收益率远高于五年期国债利率的高水平的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济价值创造型的少数优质好企业，投资伟大企业，你将获得更大可能的新增经济价值累积的效果——股价的长期稳定的大幅上涨。这其中的道理请你务必想明白。

3. 价值投资是对伟大企业经济价值创造过程的思考和决策

股市中的七输二平一赢的“七二一”法则魔咒决定了参与资本市场游戏的人虽然都怀着发财的梦想，但最后的结局逃不过70%的人不但不赢钱，而是在赔自己的老本，仅有10%的比例在赢的局面。这不得不促使我们去问，到底是为什么呢？怎样才能成为那赢的10%中的人呢？这其中的奥秘和关键是什么呢？

在1990年的股东信里，巴菲特以较大的篇幅系统介绍了他买入到至今为止还为最重要持股之一的富国银行股份的来龙去脉，他是先从买入前提谈起的：

> “我们是在1990年银行股一片混乱之间买进富国银行的股份的……事实上在波克希尔选择购并或是投资一家公司，头一年不赚钱没有关系，只要以后每年能够有20%的股东权益报酬率，尽管如此，加州大地震使得投资人害怕新英格兰地区也会有同样的危险，导致富国银行在1990年几个月间大跌50%以上，虽然在股价下跌前我们已买进一些股份，但股价下跌使我们可以开心地用更低的价格捡到更多的股份。”（摘自巴菲特1990年致股东的信）

很明显，他买入富国银行的前提是回报高，有20%的股东权益报酬率，一些混乱因素导致了股价下跌，不但不是坏事，简直是天上掉馅饼的大好事：可以开心地用更低的价格捡到更多的股份。这就是巴菲特购买好企业股份的逻辑，好企业越跌越有价值，越应该买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，对股市的波动应该采取什么逻辑呢？巴菲特这样以举例的方式告诫我们：

“以长期投资作为终生目标的投资人对于股市波动也应该采取同样的态度，千万不要因为股市涨就欣喜若狂，股市跌就如丧考妣，奇怪的是他们对于食物的价格就一点都不会搞错，很清楚知道自己每天一定会买食物，当食物价格下跌时，他们可高兴的很（要烦恼的应该是卖食物的人）。同样的原则也适用在波克希尔的投资之上，我们会年复一年买下企业或是企业的一部分也就是股票，也因此企业的价格下跌对我们会更有利，反之则可能会对我们不利。”（摘自巴菲特1990年致股东的信）

从举例看出，巴菲特对待股市波动的逻辑简单明了，就像买食品一样，便宜了当然要高兴，在投资上遵循同样的逻辑。

逻辑似乎很简单，每个人都很容易理解，但为什么在股价下跌时大多数人又表现为恐慌呢？对此，巴菲特给出了自己的答案：

“股价不振最主要的原因是悲观的情绪，有时是全面性的，有时则仅限于部分产业或是公司，我们很期望能够在这种环境下做生意，不是因为我们天生喜欢悲观，而是如此可以用便宜的价格买进更多好的公司，乐观是理性投资人最大的敌人。当然以上所述并不代表不受欢迎的股票或企业就是好的投资标的，反向操作有可能与从众心理一样的愚蠢，真正重要的是独立思考而不是投票表决，不幸的是Bertrand Russell对于人性的观察同样地也适用于股票投资之上：‘大多数的人宁死也不愿意去思考’。”（摘自巴菲特1990年致股东的信）

巴菲特把股价下跌时大多数人表现恐慌的原因归咎于这些人的“不思考”。我的理解，实际是这些人不去按商业常理和商业逻辑去想去做，而是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



没有主见，随大流。

应该去思考什么呢？巴菲特在1991年股东信里早告诉了我们：

“所有投资人的目标，应该是要建立一项投资组合可以让其透视盈余在从现在开始的10年内极大化。这样的方式将会迫使投资人思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，从而藉此改善其投资绩效。当然不可否认就长期而言，投资决策的绩效还是要建立在股价表现之上，但价格将取决于未来的获利能力，投资就像是打棒球一样，想要得分大家必须将注意力集中到场上，而不是紧盯着计分板。”（摘自巴菲特1991年致股东的信）

巴菲特的告诫是应该思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，投资绩效的改善正是依赖于企业真正的长期远景，这种远景决定了企业的价值，而价格一定会跟随价值而得到最后的体现。最后的一句最具说服力：投资就像体育比赛，想要得分就应该将注意力集中到比赛的场地上，去发现企业经营前景的商业要素是否好转，只盯计分板上的股价变动有什么用呢？

4. 对企业价值的判断在于思考后的领悟

香港一位留学英国著名的剑桥大学的投资学博士应玉明现在是著名的投资界成功人士，但他在成功后的2004年9月份却发过一番感慨：“我自己读来一个投资学博士只花了4年时间，但真正领悟巴菲特讲的一些看起来很简单的道理，却花了我10年左右的时间。从我的个人经验来看，要真正领悟巴菲特的投资理念，需要丰富的股票投资和直接投资经验。而且，即便拥有股票投资和直接投资经验的人，如果自己的信念和领悟力不够，也未必能悟出真谛。我自己也是在机缘巧合的情况下，才领悟和接受了巴菲特的投资理念。”

应博士为什么会发这样的感慨，是因为他作了一次演讲，但不同类型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的听众反应却截然不同：号称投资学术界精英的反应是，“这个投资学博士也不过如此，讲的东西如此简单”；久经沙场的投资人的反应则是，“在我最近听过的演讲中，您的演讲最精彩”。

为什么对于巴菲特貌似“简单”的理论，不同的人有如此不同的反应?应博士分析说，读过巴菲特投资理念书籍的人，大概都有一个直观的印象，就是巴菲特讲的道理好像简单得叫人难以相信。老实说，他自己在英国攻读博士学位的4年中，脑海里也根本没有留下巴菲特这个名。没有实践经验的读书人，往往比较容易接受看上去系统性和逻辑性比较强的复杂理论，和经过层层假设“净化”后的理想模型。按照常人的逻辑，股票市场千变万化，一些精密而复杂的模型尚且难以战胜市场，人人都可能读懂的巴菲特理念，又怎么可能让大家赚钱呢?现代投资理论派就讲得更绝：巴菲特现象只是发生了的小概率事件。

所以，应博士总结说：“我想之所以有这样的认识偏差，可能是因为巴菲特的投资理念，本身就是靠巴菲特自己在几十年的投资生涯中领悟出来的，没有实践经验或实践经验不够的投资人，很难读出共鸣来。”

二、财富创造方式——企业家和投资家的不同和相同

通过分析企业家和投资家财富创造方式的不同，有助于我们理解企业经营的商业逻辑和投资选择的商业逻辑，并把两者结合起来做投资决策。

1. 商业世界的两个巅峰——企业界巅峰比尔·盖茨和投资界巅峰巴菲特

众所周知，美国《福布斯》杂志每年都将全球身价10亿美元以上的富豪进行排行，而自2000年以来，排名第一和第二的富豪交替是比尔·盖茨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和巴菲特，如2008年的世界第一富豪是巴菲特，第二富豪是比尔·盖茨，而2009年的世界第一富豪是比尔·盖茨，第二富豪是巴菲特，可以说比尔·盖茨和巴菲特这对好友形成了商业世界的两个巅峰——企业界巅峰比尔·盖茨和投资界巅峰巴菲特。

毫无疑问，巴菲特用他自己几十年远远超过大盘指数的稳健成长而又有章可循的投资佳绩反复证明，他不愧为全世界所有投资人，尤其是价值投资人的旗帜和楷模。而高科技公司微软创始人比尔·盖茨无可争辩地成为企业家的旗帜和楷模。

但巴菲特和比尔·盖茨都有哪些典型的与众不同的秉性和理念呢？这需要我们很好地探讨一下。

2. 巴菲特和盖茨工作方式的不同和相同

大约在2000年，有一次巴菲特于1950年取得学士学位的母校内布拉斯加大学林肯工商学院邀请巴菲特和比尔·盖茨与学生对话，其中精算学系四年级学生马克·舒密兹提的问题是，“请形容一下你们的典型工作日有什么不同吗？”我们看两位首富的回答有何不同：

> 盖茨的回答：“我觉得自己有了最佳的工作。不过沃伦认为他的工作才是最好的，但我相信自己是对的。
>
> “我经常开会，日程表上满是会议。晚上孩子们睡觉后我写电子邮件，回答日间收到的信息，那时才有机会详细回应，周末我也发许多电子邮件。我每年有两星期假，到不受工作或任何事务骚扰的地方阅读和思考，好好思索将来。人们提供我东西在这个‘思考周’里阅读，所以并不感到单调。我有25%的时间到欧洲、亚洲等地跟顾客见面，这有助于我考虑轻重次序是否正确、人们对什么有好的反应、会希望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们哪一方面做得更好。”

巴菲特的回答：“我每年有50个‘思考周’，工作约两周。我的工作日会使你们感到意外，通常没有特别的计划，不常开会，我不喜欢开会。我经常阅读，希望能阅读得更快，那样我便能做得更多。我有许多时间是在阅读，也花不少时间通电话。我们的业务基本上是自行运作的，我的工作是分配资金。我不喜欢每小时都填满要做的事。

“比尔和我都非常幸运，我们能以自己喜欢的方式做喜欢的事，并能与自己选择的人共事。这些人棒极了，我们如愿以偿，我们真的非常幸运。

“比尔的工作方式跟我的不同，但我们都喜欢自己的方式。这大概是因为我们各自采用的都是最具有效率的方式，这符合我们的个性和倾向。”（摘自2000年巴菲特演讲录）

看出两位首富的不同点了吗？①“思考周”差异：巴菲特每年有50个，工作仅约两周；而比尔·盖茨的“思考周”仅两个，还是休假期间，其余都是工作时间。②工作时的内容不同：盖茨的日程表上满是会议，一天从头忙到晚，即使晚上和周末也要工作，处理邮件；而巴菲特却要悠闲得多，没有特别的计划，不常开会，自行运作分配资金的工作，经常阅读和思考。

但两位首富也谈出了他们的共同点：都喜欢自己的工作方式，如盖茨说沃伦虽认为他的工作才是最好的，但他还是相信自己是对的。巴菲特也说他们各自采用的都是最具有效率的方式，符合他们的个性和倾向。

但是，作为投资者来说，我们宁可按巴菲特说的做，多阅读，多思考，少操作，少犯错。但了解了盖茨的工作方式后，对我们考察企业领导层的行为有好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 巴菲特和盖茨做重大决策依据的不同和相同

接着分析两位首富的不同。会计系学生马利·蕾莎的问题是："大家都视你们为财经商务专家，以你们为榜样。当你们就一个想法或决定需要听取别人的意见时，你们会找谁?"看下面两位首富的回答有什么不同：

巴菲特的回答："老实说，我通常会去照镜子。（众人大笑，掌声）

"我工作的性质使我得进行独立思考。如果我要征求其他人的意见，做大多数人正在做的，这样投资肯定不行，所以必须要有能让我独立思考的环境和爱独立思考的性格。我有很好的伙伴——查理·芒格，没有人比他更聪明和更有素质，他教我懂得了许多。我们的想法很相似，有时我们会一起讨论，但这不常发生。

"如果我作决定时需要顾问团，那就意味着我没有能力管理这家公司。我不介意担负责任，只是不想由投票作决定。我在投资界见过太多的投票决定，公司越扩展，作决定者便越均匀化，但我不认为大规模委员会能作出出色的投资决定。"

盖茨的回答："我所做的最重要的决定大概是公司该投放资源在哪种科技上，这跟沃伦有点相似。我很愿意作出不符合主流的决定，涉足尚未广受欢迎的领域。我非常幸运，遇到史蒂夫·鲍尔默——他是微软的行政总裁。我们每天都到彼此的办公室进行讨论，他倾向从商业角度着想，我倾向从科技角度着想。这些年来我们已约莫知道对方的想法，所以讨论起来往往很激烈。

"如果我要作出非常困难的决定，我会跟我爸爸说，跟沃伦说，跟我太太梅琳达说。他们了解我在判断上的弱点——可能对某些事感到太兴奋，忘了考虑其他一些角度。他们会纠正那些盲点，梅琳达尤其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

擅长这样做。”（摘自2000年巴菲特演讲录）

就听取别人的意见做重大决策的问题，两位首富的区别大了，巴菲特幽默地说去照镜子，意思是只听自己的，其实是不征求别人的意见，因为投资的特殊性质使然；而盖茨的工作性质截然不同，决定了他必须听从别人的意见，听鲍尔默的，听爸爸，沃伦及太太梅琳达的。但盖茨也点出了他俩对这个问题的共同点，做出不从大流的独特决定。

这里，我们作为投资者，更需要重视和思考的是巴菲特的回答，巴菲特一贯主张投资要独立做决策，反众人之道而行之，在别人恐慌时贪婪，在别人贪婪时恐惧，更不能以委员会投票的方式决定投资决策，否则必然走向从大流的道路，做大多数人正在做的事情，怎么能变成股票市场10%赢利的少数人呢？正应了格雷厄姆的名言：“做大多数人正在做的，你就赚不到钱。”

即使在科技领域，盖茨也说自己跟沃伦相似，很愿意作出不符合主流的决定。看来成功人士的共同特性是有主见的与众不同，各种不同的领域都是如此，而投资领域更甚。

4. 巴菲特和盖茨工作习惯的不同和相同

下面是比尔·盖茨与沃伦·巴菲特于1998年在华盛顿大学对MBA学生的演讲，我们从两位的回答中进一步探讨两位首富各自与众不同的观点。为完整地呈现两位首富的思想，引用的段落较长，请大家耐心一些，边看边思考其中蕴涵的深意。

问：你们二位为何比上帝更富有？

巴菲特：“关于我们何以至此，我何以至此，在我的事业中相当简单。它不是智商问题，关键是理性。我一直视智商和天赋如同展示发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动机的马力，但是输出功率——发动机得以运转的效能——依赖于理性。许多人驾驭400马力的发动机，但是只得到100马力的输出功率。更好的方式是用200马力发动机并使之输出全部功率。

那么为何聪敏的人要做一些妨碍可以让他们获得既定功率的事情呢？这牵涉到习惯、性格、禀性以及理性的举止。从现在开始起20年里，只要你决定从今天开始实践，你便会养成某种习惯。如果你这么做，你将会发现你把自己所有的马力都转换成了输出功率。”

盖茨：“我认为，关于习惯，沃伦绝对正确。我非常幸运，我很年轻的时候便对计算机有一定的天赋，我的一些朋友和我为此谈论了很多并得出结论，基于不可思议的芯片技术，计算机可以被改变成任何人都可以使用的东西。

“我们创建公司是在23年以前。但是没人怀疑我们是否形成和保持自己的习惯，后来的23年赋予我们相当多的发展潜力，也许甚至让我们相当接近于我们的初始期望——让每张桌上和每个家庭里都拥有计算机。”（摘自1998年巴菲特演讲录）

在这段比较长的回答中，巴菲特首先还是否定成为首富的原因是单纯的智商问题，而强调的还是理性。当一个人把理性和智商结合起来，才能发挥最佳的输出功率，而保持最佳输出功率状态的秘诀是一个人平时养成的将智商与理性相结合的良好习惯。盖茨也非常认同这种习惯的作用，并谈出了对于成功同样重要的另外一样东西——强烈的成功欲望目标：“让每张桌上和每个家庭里都拥有计算机”。把自己的人生目标和平时的工作习惯有机地结合起来。

这基本上是两位首富谈出的为何成其为首富的原因。其中值得我们细细品味和反复思考的东西很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 巴菲特和盖茨创新的不同和相同

另外，我们知道，技术行业是需要不断创新的，而投资行业更需要把握艺术性，两种行业特征差异很大。有位同学提到创新问题，我们看两位首富的回答有何不同。

问：在各自的行业中你们俩都是创新者。不知道你们给创新下什么样的定义？

巴菲特："我在工作中没有太多创新。我其实只有两种功能：其一是分配资本；其二是帮助15或20名高级管理人员，使他们手下的那些人在经济上已没有热情工作的积极性时依旧保持工作热情。所以我的工作就是帮助我的高级管理人员，使这批人仍旧有兴趣在早上6点钟就从床上跳起来，用他们当年还是十分贫穷时的全部热情来工作。如果我做了这两件事情，他们就会有创新。"

盖茨："技术行业是充满乐趣的行业。例如，当因特网来到时，我们把它作为排在第五、第六位优先考虑的事情。但是后来我们认识到事情发展得比我们想象的更快。你必须仔细倾听公司里所有聪明人的意见，这就是为什么像我们这样的公司必须吸引许多想法不同的人，必须容许有种种不同的意见，然后必须找到正确的想法并全力以赴付诸实施。"（摘自1998年巴菲特演讲录）

巴菲特的创新是促使本集团各个生意体的CEO们保持住他们当年还十分贫穷时的全部热情，而自己本身不需要什么创新；而盖茨大不一样，不但自己要保持对技术更新的兴趣和优先安排，还要发挥所有人的聪明才智去付诸实施。

总之，创富方式不同，所需要的智商、理性和思维模式皆不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



三、优秀投资者是企业家思维与投资家思维的交叉

我想要强调的是，在投资领域，我们尤其要重点学习巴菲特的理念和思维。但是，因为我们投资的是企业，为更好地理解和鉴别企业行为的好坏，也需要了解像盖茨那样相同角色的企业家的所思所想和行为模式，两者相互参照，缺一不可。所以巴菲特说：

> “因为我是一个好的企业经营家，所以我是一个好的投资者；同样，因为我是一个好的投资家，所以我是一个好的企业经营者。”（摘自《巴菲特的5项投资逻辑》）

因此，站在企业的角度看投资，站在投资的角度看企业；像企业家那样思考投资，像投资家那样感悟企业经营，是我研究巴菲特和盖茨思维模式和致富方式区别的最大收获，优秀投资者应该是企业家思维与投资家思维的交叉。所以，巴菲特在筛选他自己百年之后接班人的条件时，强调的是接班人所应具备的企业经营和投资两个领域的交叉性经验（Crossover Experience）：

> “在波克希尔，我们拥有三位相当年轻而且完全胜任CEO的经理人可作为候选，这三位经理人中任何一位在我工作范围之内的某一管理方面都要远胜于我，但非常可惜的是，他们之中没有一人具备我所独有的交叉性经验，这种经验使我在商业和投资两个领域都能从容地作出正确的决策。”（摘自巴菲特2005年致股东的信）

对巴菲特的投资精髓各派学者众说纷纭，但原来企业经营和投资两个领域的交叉性经验才真正是这位投资股神的独家秘诀。原来如此，我恍然大悟！

针对巴菲特所讲的独有的交叉性经验，我的理解和体会是：巴菲特不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是一个“投资家”，他更是个“投资家和企业家”的混血儿，身体里既流淌着投资家的血，也流淌着企业家的血，并把两种不同的基因很好地融合在一起。一般的投资家缺乏企业家的思维方式，而企业家又缺乏投资家的思维方式，巴菲特则两者兼具，他正是抓住了两者间的融通之处，获得了无人能及的超额投资利润。

所以，要想成为一个成功的投资者，应该采取的视角及应该具有的能力是，站在产业的角度看资本，站在资本的角度看产业；以企业家的视角看投资，以投资家的视角看企业；像企业家那样思考投资，像投资家那样思考企业。因此，巴菲特说：

> “做企业家的经历使我成为更好的投资家，而当投资者的经历又让我成为更好的企业家。大多数企业家都局限在自己的经营领域里，而大多数的投资家又没有去真正思考商业经营方面的因素。我则是将两者结合起来综合考虑。”（摘自《巴菲特的5项投资逻辑》）

巴菲特的这段话实际是在说不同角色人们的局限性：大多数企业家局限在自己熟悉的经营领域里，而不明白自己领域之外的准绳；大多数投资家则局限在自己的角色中没有真正去考虑商业经营逻辑方面的准绳。

而像巴菲特那样优秀投资家的准绳是，将投资家的内在价值逻辑准绳和企业家的商业运营逻辑准绳融合起来，比较出自己理解的最佳投资组合，从而实现最大回报。

四、“巴菲特价值投资法”十大要点的思考性总结

我自己通过一段时间对巴菲特致股东信的学习、研究和思考，总结出“巴菲特价值投资法”我自己理解的十大要点，在本书即将结束的时候和读者分享：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1. 投资指导思想：以企业经营前景为视角的投资才是最佳投资。买股票就是买企业，企业经营得好，你的投资必然好，反之亦然。所以巴菲特说："自从我开始这样来考虑投资后，一切都豁然开朗，就这么简单。"

2. 能力圈：对企业的经营前景以商业常识，商业运营规律为基础，作出符合商业经营之道的逻辑判断。为避免判断失误，要通过不断的学习思考来扩大自己判断企业经营之道的能力圈，能力圈越大，可选择范围越大，成功率越高，失误越少。

3. 以内在价值——企业未来经营现金流折现值作为衡量企业经营成果的唯一标准。企业的经营业务对于社会利益的重要性有时与创造股东价值相矛盾，这时需要从股东角度来审视企业价值。

4. 内在价值是在企业动态经营的过程中创造的，内在价值不会是固定值，其大小的变化跟随企业经营状况的变化而动态变化。所以，了解跟踪企业经营状况的变化轨迹，可判断企业内在价值的变化轨迹，借此选择投资的时机。

5. "股票市场短期是投票器，长期是称重机"，股票价格与企业内在价值短期会有背离现象，但长期价格一定会反映价值。所以说，价格跟随价值，价格早晚会反映价值。

6. 因此，价值投资者股票投资的逻辑应该包括以下"三项合一"的内容：

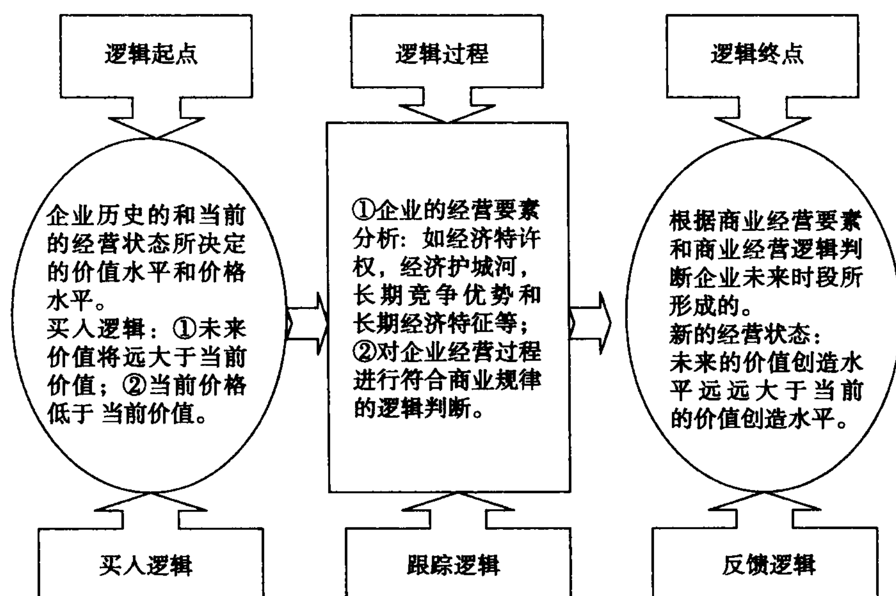
A. 逻辑的起点是判断过去和现在的企业经营赢利状态所决定的价值创造水平及价格水平；

B. 企业经营业态所形成的商业经营要素，如经济特许权、经济护城河、长期竞争优势和长期经济特征等作为思考的桥梁和逻辑推理过程；

C. 逻辑的终点是根据商业经营要素和商业经营逻辑判断的未来时段的企业新的经营状态所形成的价值创造水平。如果企业未来的价值创造水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高于目前的价值创造水平，并有令人满意的幅度，目前的价格相对于目前的价值还有安全边际，则应该买入持有。图示如下：



价值投资者“三项合一”的股票投资逻辑示意图

7. 投资的企业生意特征：由于采取的是以上的股票投资逻辑，所以筛选的必定是那些具有经济特许权、经济护城河、长期竞争优势和长期经济特征优良，以股东内在价值创造为导向的，未来比历史和现在更好的优质伟大型企业。

8. 最佳的投资模型：企业最理想的价值创造营运模式的典范是——律师：这类专业人士永远按现时的价格水平收费，即能够维持自己的现时价值创造力，但所花的成本——他们所接受的训练，则是以过去上大学时期的物价水平所支付的固定沉没成本（Sunk Fixed Cost），不需再投入新成本。是打败通货膨胀和创造新价值的最理想企业经营模式。所以巴菲特介绍的他最好的投资经验是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“喜斯糖果是在我们的成功当中非常重要的一部分，虽然喜斯目前并未能创造太多的绝对额收入，却让我们学会许多。”（摘自巴菲特2004年股东大会问答）

言外之意，不须再投入新资本，在原来资本的基础上却能够产生较高水平（30%以上）的资本回报率才是最好的投资。

9. 所需的投资者素质：企业经营和投资两个领域的交叉性经验（Cross-over Experience）。

10. 巴菲特波克希尔企业群经营模式的长期复利增长“路线图”：

巴菲特自1950年以10.5万美元起步到2008年的全集团2000多亿美元财富到底遵循的是什么样的长期复利增长路径呢，通读股东信后，我得出了自己的研究结论，大体分为以下几步：

第一步，较小的本金在股票的拍卖式市场购买既强势又便宜的优质企业股票，获得分红和资本溢价，赚取到较大金额的本金；

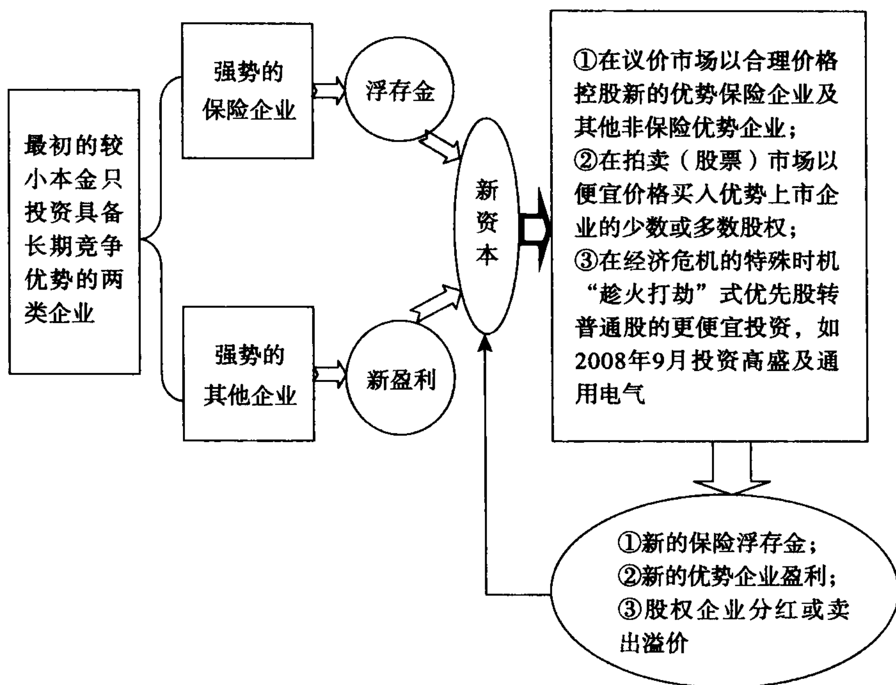
第二步，以第一步赢取的较大本金在谈判议价市场以合理的谈判价格控股式投资具长期竞争力的强势保险企业，获取保险浮存金；另外，继续在股票市场以拍卖式价格购买既强势又便宜的其他优质企业股票，获得分红和资本溢价。

第三步，将第二步获取的保险浮存金和获得的分红和资本溢价合并为数额更大的新资本，以谈判议价控股的方式投资更多强势的保险企业和其他类型的优质企业，同时在股票市场以拍卖式价格购买既强势又便宜的优质企业少数股权，赢取新的更大金额的新资本，循环往复，复利增长。

强势优质的伟大型企业的标准以经济特许权、经济城堡护城河理论的长期竞争优势和经济特征进行衡量，而安全边际则以经济危机发生时的特殊时机所形成的拍卖价格或谈判价格来进行衡量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为便于理解和记忆，将巴菲特波克希尔企业集团长期复利的经营模式图示如下：



巴菲特波克希尔企业集团长期复利经营模式图

对巴菲特波克希尔企业集团长期复利的经营模式的进一步说明：

（1）前期的巴菲特对上市优势企业的股权投资占比例较大，而后期的巴菲特则以控股优势企业为主；

（2）对控股的优势企业实行以经营成果为导向的，以激励和引导 CEO 的"团队放权型"领导方式进行企业群的运营管理。

（3）对子公司经营成果的衡量只看两个指标：一是投入资本回报率的股东回报价值；二是商业运营机制的合理性以保持长期商业竞争优势（护城河变宽）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、每天踩着踢踏舞步做投资

1. 用投资换取经济自由和思想自由

匈牙利著名的投资家安德烈·科斯托拉尼在其所著《大投资家：经济自由和思想自由》中有这样一段话：

> “我是这样定义百万富翁的：百万富翁就是那些借助他的资本不依赖于任何人就能满足自己需求的人。他不需要工作，他也不用向老板和顾客弯腰。只有这样生活的人才算真正的百万富翁。过这样生活，有的人需要50万美元资本，另外一些人或许需要500万美元资本，这取决于个人的需求和能力。”（摘自匈牙利科斯托拉尼《大投资家：经济自由和思想自由》）

随着社会财富的增加，百万富翁起码需要升格到千万富翁，除此之外，本段话还是道出了一个真正的百（千）万富翁所应具备的几个条件：

（1）借助于自己已有的资本，投资升值，升值的部分完全能够满足自己的所有财务需求。这里要强调，对已有的资本不是吃老本，而是借助升值。

（2）既然借助资本升值就能满足所有的财富需求，所以不用再给别人打工，也就不需要老板及客户。

（3）应强调本段话没有明确的另一个条件：长期稳定的使已有资本增值，必定需要远见、洞察力和投资智慧，我本人认为这是最重要的。

（4）在以上基础上方能谈论经济自由和思想自由。

所以真正的百（千）万富翁是那些借助于资本和投资智慧运用达到经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济自由和思想自由的人，决不是那些已经富有而无所事事的人。

2. 巴菲特投资法的可复制性

巴菲特通过投资成为世界首富，对全世界万千投资者来说具有伟大的旗帜性意义。因为像微软这样的计算机操作系统公司全世界只能有一个，全世界的计算机只有使用相同的操作系统相互间才能够兼容，兼容后才能普及，否则就会乱套，信息网络的革命性发展就不会发展到今天这样的水平，这说明比尔·盖茨类人物全世界只能有一个，不能复制，且不说普通人没有比尔·盖茨那样的幸运机会和高智力因素，在信息网络技术的客观发展上也要求全世界只能使用一个相同的操作系统，普通人即使想学比尔·盖茨成为世界首富也学不来。而学巴菲特则完全不同，投资是普通人个个都能轻而易举参与和实践的事情，它不需要超凡的智力，只需要普通人的智力，普通人的心智和情绪控制，以及正确的投资理念和方法。

在一次电视节目主持人对巴菲特的访谈中，当主持人问什么时候买入股票的问题时，巴菲特回答道：

> “大多数人在别人也感兴趣的时候买入，实际上最好的买入时机是别人不感兴趣的时候。买热门股不会有好成绩的。投资不需要高智商。投资不是智商 160 的人战胜智商 130 的人的游戏。理性是最重要的。”（摘自 2007 年巴菲特访谈录）

巴菲特的意思显而易见，投资成功的关键因素不是智商高低问题，而是理性。我们作为普通人，肯定已经具备了普通人的智力，普通人的心智和情绪控制，所欠缺的就是正确的价值投资理念和方法了，而正确的价值投资理念和方法，我们学习巴菲特的，把它吸收消化，成为我们自己的正确的价值投资理念和方法，不就可以把我们自己复制成巴菲特了吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3. 中国人的投资楷模是段永平

世界的投资楷模是巴菲特，中国人的投资楷模是段永平。从当年的央视广告标王、一手打造小霸王和步步高两个电器品牌的企业家，到0.8美元买进网易股票最后涨到100多美元的投资家，段永平是在2001年到2006年成功完成了从一个职业经理人向投资家的转变，并且，做投资所挣的财富远远大于做职业经理人所挣的财富，这几年在美国做投资赚的钱比他在国内做企业家10年赚的还多。2006年7月18日段永平在接受《第一财经日报》采访时表示："从实业到做投资，我本人作为企业家的生命已经结束。"

《第一财经日报》：从做实业到做投资，你都做得很成功，但是，实业与投资是有很大差别的，你认为实业与投资之间有哪些共同点或者差异呢？

段永平：做事情就是要做对的事情，从做对的事情的角度来看，我认为这两者没有什么差异。首先你要确定你做的是一件对的事情，再就是做对一件事情还要看你的能力，但能力可以通过学习来提高。我做事情不求快，但关键是找到对的事情，把它坚持下去。我觉得巴菲特最重要的特点也在于此。

《第一财经日报》：今后在做企业方面还有没有什么大的计划？

段永平：我本人作为企业家的生命已经结束了，我在步步高相当于一个顾问，不是一线的领导。当然要做一个好的投资人，本身也需要具备企业家的素质，对我来讲，投资本身也是一个比较有弹性的工作，也是我的一个爱好。"

段永平现在已经由一个企业家完全转型成为一个纯粹的投资家，从2006年自己花65万美元与巴菲特共进午餐到2009年与赵丹阳合伙花211万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元又一次与巴菲特共进午餐，段永平似乎在努力求得巴菲特真经，复制巴菲特投资模式。

4. “世界上没有几件事的回报能超过一名伟大的投资者”

在2007年召开的威斯科公司股东大会上，芒格在回答股东“为什么巴菲特能取得如此成功?”的问题时，最后一句的回答是：

> “……沃伦的客观理智使得世界上没有几件事的回报能超过作为一名伟大的投资者。”（摘自威斯科2007年股东大会记录）

如果你在投资模式上复制巴菲特方法，并且像段永平那样做到了，芒格也下了令天下投资者振奋的结论：世界上没有几件事的回报能超过作为一名伟大的投资者。段永平在美国做几年投资赚的钱比他在国内做企业家10年赚的还多，也充分说明了这一点。

在现代的商业社会，财富能够提供给个人法律框架下最大程度上的自由，有了财务自由就不必听命于谁，可以做很多自己想做的事，可以不受权力、地位的压迫，但财务自由需要强大的个人意识和自为的挣钱能力去把握。现代的资本市场提供了这种可能，唯一需要的就是提高自己对资本市场的认知能力与实践能力，提高自己利用资本市场财富增值，自然挣钱的能力，有了这种能力，才能真正拥有自己幸福而自由的生活。

5. 每天踩着踢踏舞步去投资

说到最后，让我们学习一下巴菲特的生活态度和心情——每天踩着踢踏舞步去上班（Every day is exciting to us；no wonder we tap-dance to work.）：

> “我和我的好搭档查理今年一个84岁，一个77岁，我们都非常幸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



运地超越了我们的梦想。我们都出生在美国，有非常了不起的父母，能给我们提供良好的教育。我们享受着快乐的家庭和良好的健康。由于我们具备一些所谓‘商业基因’，因此获得了与自己的贡献不成比例的巨大财富。另外，我们一直都热爱自己的工作，也得到了许多有才华、有激情的人的帮助。对我们来说，每天都是让人兴奋的，每天早晨我们都是踩着踢踏舞步去上班。”（摘自巴菲特2007年致股东的信）

让我们学习、研究、思考和感悟怎样能成为一个伟大的投资者吧，这样才能无愧于高级经济时代所提供给我们的大好机会。让我们学习和复制巴菲特的投资模式和生活态度吧，更让我们赞美吧，伟大的高级经济时代，伟大的巴菲特，伟大的投资者！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记：读“懂”巴菲特

当本书完稿临近出版时，感觉自己通过对巴菲特致股东信及演讲的第一手资料的学习和思考，开始领会到了一些正宗投资学问的独特性和引人入胜之处，联想到领会前的迷惘感觉和羊群似的从众行为，禁不住有些感慨。

要说我在没有系统性地阅读巴菲特股东信的两年前，我做梦也不会想到我还能写出一本关于学习巴菲特伟大投资思想体会的书来，并且对于股票投资的概念和内涵也就仅限于既肤浅又混沌的状态，加之自己真正做股票的时间并不是很长，一切全凭感觉走，根本就没有什么章法可言，甚至比不上一般散户投资者的水平。

但当我两年前开始阅读第一篇巴菲特致股东信后，一下子就被吸引住了，我知道这是我多年担任企业高层经理人的经历发挥了作用，因为巴菲特的所讲所谈绝对不是什么引起股价变动的短期因素，找什么热点或资金动向，而是鉴别企业如何在创造经济价值，企业创造经济价值的背后推动原因是什么，为什么这种类型的企业创造的经济价值低，而另一类企业创造的经济价值高，还有个别的企业不但不创造经济价值，反而在毁灭经济价值，如何鉴别企业创造经济价值的不同和相同，以及股东如何对企业的经营管理施加好的影响，防止企业管理层作出对企业长期发展不利的决策，保持企业长期竞争优势的事情。因为巴菲特深知，股票的价格早晚要与企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业所创造经济价值的水平相适应，抓住企业是否创造经济价值的这个根本，也就抓住了股票价格长期变化的“牛鼻子”……这是因为：“投资就像是打棒球一样，想要得分大家必须将注意力集中到场上，而不是紧盯着计分板（In investing，just as in baseball，to put runs on the scoreboard one must watch the playing field，not the scoreboard.）”。（摘自巴菲特1991年致股东的信）

哎呀呀，原来如此啊，考虑股票的事情其实和考虑企业经营的事情敢情是一码事啊，只是角度不同而已。糊涂了几年终于开了窍了，还真有点拨开云雾见了青天的感觉，从此我恍然大悟。

要说起考虑公司经营的事情咱应该还算内行啊。联想到我自己的职业背景，在从事大学教师的职业后，又加入世界一百强的知名跨国外企担任高级营销经理，以后又陆续升迁到营销总监、副总经理，企业经营的事情已经亲身考虑十五年以上了，但就是没有把企业经营的事情和股票投资的事情联系起来考虑。特别感谢巴菲特股东信的点拨，一下子把我这个思维通道打通了，就像金墉武侠小说中所描绘的成名前的武林高手被神秘的内功秘笈心法凑巧打通了任督两脉，从此运气通脉，想把内气运到那儿就能运到那儿，“随心所欲，不逾矩”（孔子语），功力能不大增吗。

一通百通。我现在不光以企业管理层的视角来评估股票投资，而且更主要以股东的视角来评估股票投资。因为我现在完全明白了，对企业的经营来说，股东和管理层的利益也不完全相同，他们对企业的主要关注点也不相同。在对企业长期价值和长期竞争优势的关注上，股东要高于管理层，管理层可以一茬茬更换，而企业则永远是属于股东的。

联想到自己多年企业高层管理的经理人经历，下一步该做的是需要将积蓄转化能赢利的投资资本，向股东角色转化了。普通员工是主要以出卖体力赢利的阶层，职业经理人应该还算是既卖体力又卖智力赢利的阶层，而作为股东的投资人则应该算是既卖资本又卖智力赢利的阶层，体力就不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖了，但要添卖点远见，这符合大史学家司马迁在《史记·货殖列传》中那一句精辟的“生财之道”：“无财作力，少有斗智，既饶争时”。

因此我将自己的人生奋斗目标由职业经理人调整为企业股权投资者，我新的人生理想是，以“价值投资＋商业经营”的交叉思维，重新审视和思考商业现象和模式特征，利用资本市场的“牛熊起伏式”运行规律和“价格拍卖式”的创富机制，尽快赚到商业起步的第一桶金，如果资本积累到足够多的程度，参股控股企业，成立属于自己的投资控股公司，复制巴菲特波克希尔的“投资和经营的交叉型商业模式”，滚出自己的“财富雪球”。

当然靠资本赚钱的风险很大，你需要做对而不能做错。做错不但是不能赢利问题，而且是亏损本钱的问题，所以必须确保做对。如何确保做对呢?

我写本书最重要的体会是要“读懂”巴菲特，关键词就在于这个“懂”字，要带着问题去“懂”，要带着疑惑去“懂”，要在“懂”字上狠下功夫。

但什么是“懂”巴菲特？“懂”的确切含义是什么？要“懂”到什么程度和层次为好呢？这需要更进一步的思考。

“懂”就是“悟”，“悟”就是想明白，搞清楚。即使明白和清楚也有个程度和层次的问题，你说是不是？我建议在三个层次上来把巴菲特读“懂”：

第一个层次的“懂”：读懂巴菲特伟大投资思想其本身的含义。说白了就是先把巴菲特思想是什么搞搞清楚，别误解他，这应该是最起码的吧。光做到这一点还远远不够，所以还有第二层次的“懂”。

第二层次的“懂”：读懂巴菲特伟大投资思想背后的商业逻辑，巴菲特为什么这样来认识商业投资世界，其商业和经济的道理在哪里。这第二层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



次的“懂”是不是就需要有点学问和难度了？但如果不让自己增加点学问和克服点难度，我们自己又如何与时俱进，提高自己呢？

第三层次的“懂”：结合巴菲特思想和其依据的背后商业逻辑，形成自己认识投资规律的主见和投资评价体系。这第三层次实际是在说，你要结束人云亦云，墙头草随风摆的羊群从众阶段，把巴菲特思想消化为自己的思想，形成自己有独立见解并能分辨优劣的投资能力。这第三层次说来简单，但真要做到所需要的学问和难度就更大了，不容易啊。不容易是肯定的了，但我还是想与有志于投资成功的朋友说，我们试着从反面来理解这个难度，沧海若不桑田，岂能显出英雄本色？这正如芒格所勉励投资者的话：“投资若不稍具困难度，那么每个人都可以致富。”（摘自 2006 年 WESCO 股东大会芒格演讲）

巴菲特在 1974 年时说：“我把投资业称为世界上最伟大的商业，这是因为你只需站在本垒上，投手扔来了各种价格的股票，你可以接手，也可以不接。你整日等待着你喜欢的投球，然后趁外场手打瞌睡的时候，大迈一步将球击向空中。”（巴菲特 1974 年接受《福布斯》采访录）

要说做短线投机式的“炒”股行为有什么伟大之处，我到现在还没有想明白，但要说巴菲特在 2008 年百年罕见的金融危机时的所作所为，我至少看出了巴菲特的“三个伟大”：

第一个伟大，在金融市场一片恐慌时能拿出大笔现金敢于抄底买低，以极便宜的价格买到物超所值的企业资产，在商言商，表现出对自己能够乘机获取超额利润的伟大；

第二个伟大，注资高盛和通用电气，表现出挽高盛于即倒，给通用电气在关键时候打强心剂的伟大；

第三个伟大，稳定了投资者当时那颗慌不择路又无所适从的心，表现出对稳定美国乃至全世界金融市场的伟大，在当时，即使美国政府都没能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起到那样的作用。

无疑，巴菲特虽未像有些人标榜过自己的那样，但地球人都看出来了，巴菲特在金融危机时的表现绝对是伟大、光荣、正确的。

我觉得股票买卖最大的学问在于什么是你可以接手的股票和价格，什么又是你不可以接手的股票和价格，最合适你的那个"投球"到底是哪一个？如果你对此毫无概念或朦朦懂懂，就不能说投资是简单的，我们不能做那种无知者无畏的莽汉才做的傻事，你说呢？

1995 年，罗杰·洛温斯坦在其出版的巴菲特传记中有这样的几句话："华尔街的现代金融家们通过玩弄公众的钱财来致富……巴菲特则独善其身……实际上，他重新发现了纯粹资本主义的艺术——一种冷酷但公平的游戏。"

我特别喜欢这段话的特别之处就在于它道出了投资的秘密，那就是，投资无论是亏损还是赢利，都是"一种冷酷但公平的游戏"，更是一种"纯粹资本主义的艺术"。

你的投资盈亏关键是看你自己的"资本主义的艺术手法"高明与否了，怪不得别人，因为它是"一种冷酷但公平的游戏"。你想要赢，就要提高你自己的那种"资本主义的艺术手法"，除此以外，还别有它途吗？

但愿朋友们都能够通过学习和思考，读懂与领悟到巴菲特的那种"资本主义公平游戏的艺术手法"。

由于本书是对巴菲特致股东信及演讲内容的解读型书籍，所以选择引用了大量有关巴菲特伟大投资思想的资料进行认知、评论、理解和思考，并在引用资料时一般都作了出处注明，但也不排除有个别遗漏，对那些本书引用但可能遗漏注明出处的资料，特表示歉意和感谢。

另外，本书一开始的设想本来是由我出总体设计，凌通价值投资网的董宝珍先生组织爱好价值投资的网友合写，但到最后，我自己的书稿编辑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为体系完备，已经可以单独出书，内容和格式也与我前期发表在凌通价值投资网的几篇文章大不一样。董宝珍先生的前期组织促进了我自己的动笔，也就促进了这本书的提前面世，特对董宝珍先生表示感谢。

一并对经济日报出版社责任编辑程鹃小姐一系列编辑工作的辛苦劳动表示感谢。

张海燕

2009.12.13 于天津

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“相当简单，在大师面前沉浸几个小时的效果远远大于我个人过去十年独自的投资摸索。（Quite simply, a few hours spent at the feet of the master proved far more valuable to me than had ten years of supposedly original thinking.）”

——摘自巴菲特2000年致股东的信中缅怀格雷厄姆的话

“最智慧的投资是以商业角度来看的投资。（Investing is most intelligent when it is most business like.）”

——摘自巴菲特1984年致股东的信

“若走错了路，再怎么努力冲刺也是白费力气。（There's no use running if you're on the wrong road.）”

——摘自巴菲特1993年致股东的信

“事实上，如果你不能做到你理解和评价企业的能力比市场先生强得多，你就不配玩这个游戏。就像玩桥牌的人所说：‘如果你玩了三十分钟还不知道谁是傻瓜,那你就是傻瓜’。（Indeed, if you aren't certain that you understand and can value your business far better than Mr. Marketer, you don't belong in the game. As they say in poker, ‘If you've been in the game 30 minutes and you don't know who the patsy is, you're the patsy’.）”

——摘自巴菲特1987年致股东的信

“你买的不是那整日里上下起伏的股票标记，你买的是公司的一部分生意。自从我开始这么来考虑问题后，一切都豁然开朗，就这么简单。”

——摘自巴菲特1998年在佛罗里达大学的演讲

“企业好，你的投资就好，只要你的买入价格不是太离谱。这就是投资的精髓所在。”

——摘自巴菲特1998年在佛罗里达的大学演讲

投资伟大的企业

INVESTING THE GREAT BUSINESS

——EXPLAINING BUFFETT'S LETTERS TO SHAREHOLDERS

上架建议：财经 股票投资

ISBN 978-7-80257-108-2



定价：33.00元